

POLITECNICO DI TORINO

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Corporate governance: relazione tra executive compensation e politica dei dividendi nelle imprese familiari e non familiari



Relatore
prof. Laura Rondi

Candidato
Alessandro Tozzi

Anno accademico 2017/2018

INDICE

Introduzione	6
CAPITOLO 1 – CORPORATE GOVERNANCE: DEFINIZIONI, TEORIE E MECCANISMI DI GOVERNANCE.....	8
1.1 Definizioni di Corporate Governance	8
1.2 Sistemi finanziari e corporate governance.....	11
1.3 Teorie dell’agenzia e conflitti di interesse.....	15
1.3.1 Teoria dell’agenzia nelle imprese familiari.....	19
1.3.2 La discrezionalità manageriale e l’espropriazione degli azionisti	22
1.4 Meccanismi di Corporate Governance	27
1.4.1 Meccanismi esterni di Corporate Governance.....	29
1.4.2 Meccanismi interni di Corporate Governance	35
1.5 Meccanismi legali e “famiglie” di diritto commerciale	39
1.6 Struttura proprietaria come meccanismo disciplinante dei conflitti all’interno dell’impresa: wily held firm, closely held firm e family business.....	42
CAPITOLO 2: POLITICHE DEI DIVIDENDI	54
2.1 Corporate governance e politica dei dividendi: Outcome model vs Substitution model	54
2.2 Modelli teorici in tema di dividendi	61
2.2.1 Modigliani-Miller e la teoria della preferenza fiscale.....	61
2.2.2 Signalling theory	63
2.2.3 Teoria dell’agenzia.....	64
2.2.4 Il modello di Lintner	66
CAPITOLO 3 – POLITICHE DI REMUNERAZIONE DEL CEO	69
3.1 Teorie degli Incentivi e dell’Agenzia e schemi di retribuzione del CEO	69
3.1.1 Il contratto incentivante.....	76
3.1.2 Composizione della remunerazione del CEO	80
3.1.3 Relazione Pay-Performance	92
3.2 Executive compensation e struttura proprietaria	94
3.2.1 Remunerazione del CEO nelle imprese familiari: CEO interno o esterno alla famiglia.....	103
CAPITOLO 4 – RELAZIONE TRA REMUNERAZIONE DEL CEO E DIVIDEND PAYOUT RATIO NELLE IMPRESE FAMILIARI E NON FAMILIARI	112
4.1 Dividend smoothing nelle imprese familiari e non familiari	112
4.2 Relazione tra executive compensation e dividend payout ratio.....	118
4.3 Relazione tra executive compensation e dividend payout ratio nelle imprese familiari e non familiari.....	131

Conclusioni	137
Indice delle figure.....	140
Bibliografia.....	141

INTRODUZIONE

Una delle tematiche più discusse nel campo della finanza aziendale riguarda senza dubbio il Governo d'impresa. Ripercorrendo la letteratura economica e aziendale non è ancora stata trovata una definizione univoca e condivisa di corporate governance, tuttavia il ruolo riconosciuto alle politiche di governance è quello di ridurre al minimo i conflitti d'interesse e la corruzione all'interno di un'impresa, favorendo l'allocazione efficiente delle risorse, gli investimenti e la crescita aziendale.

Il tema della corporate governance ha iniziato a suscitare particolare interesse e attenzione da parte degli studiosi a partire dagli inizi degli anni 2000, in seguito agli scandali che hanno colpito diverse imprese. Basti menzionare i casi delle multinazionali Enron e Global Crossing, fallite entrambe nel 2002, o lo scandalo dell'impresa familiare italiana quotata Parmalat, fallita per falso in bilancio. L'accadimento di tali scandali ha messo in discussione la solidità dei sistemi di governance in Italia e nel panorama internazionale e conseguentemente ha attivato l'azione degli enti regolatori nel cercare di tutelare gli investitori, e più in generale, gli stakeholder dell'impresa.

I conflitti all'interno di un'impresa sorgono a causa dei problemi d'agenzia tra gli azionisti, proprietari dell'impresa, e il management che ha l'obiettivo di gestire le risorse e i capitali dell'impresa; solitamente, azionisti e management possono avere interessi e obiettivi differenti ed è per questo motivo che nascono i cosiddetti "costi d'agenzia". Tuttavia, tali conflitti differiscono a seconda della struttura proprietaria dell'impresa: nelle "widely-held companies", ovvero nelle imprese ad azionariato disperso, il conflitto principale è tra gli azionisti ed il management mentre nelle imprese con strutture proprietarie molto concentrate, come nel caso delle imprese familiari, i problemi d'agenzia sorgono di consueto tra l'azionista di maggioranza, la famiglia proprietaria, e gli azionisti di minoranza.

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di mostrare come i vari meccanismi di governance cercano di risolvere i conflitti d'interesse nelle imprese familiari e non familiari. Verrà posta particolare attenzione a due principali strumenti di governance: l'executive

compensation, ovvero il pacchetto retributivo del top-management, e la politica dei dividendi.

Il primo capitolo si incentra sulle considerazioni teoriche riguardanti il Governo d'impresa. L'attenzione è stata posta sulle principali definizioni di corporate governance, sulla teoria d'agenzia e dei conflitti di interesse e sui diversi meccanismi di governance. Infine, vengono descritte le varie strutture proprietarie, con un focus sul family business.

Nel secondo capitolo viene presentata la politica dei dividendi, nello specifico viene posta l'attenzione sulla relazione tra corporate governance e dividend policy attraverso l'analisi dell'*outcome model* e del *substitution model*. Infine, vengono descritti i più importanti modelli teorici in tema di dividendi.

Il terzo capitolo tratta il tema dell'*executive compensation*: si parte con l'analisi delle teorie degli incentivi e dell'agenzia, successivamente vengono descritti il contratto incentivante, la composizione del pacchetto retributivo del top-management e la relazione pay-performance. Infine, viene analizzata la relazione tra struttura proprietaria e retribuzione del CEO: vengono descritte le principali evidenze empiriche riguardanti la retribuzione del CEO nelle imprese familiari, controllando per il fatto che il CEO sia interno o esterno alla famiglia proprietaria.

Il quarto e ultimo capitolo tratta le due tematiche, presenti nel secondo e nel terzo capitolo, insieme. Viene inizialmente posta l'attenzione sulla payout policy, nello specifico si andrà ad analizzare le principali evidenze empiriche riguardanti il fenomeno del *dividend smoothing* nelle imprese familiari e non familiari. Successivamente viene presentata la relazione tra l'*executive compensation* e la politica dei dividendi nelle imprese familiari e non familiari, attraverso l'analisi delle evidenze empiriche presenti in letteratura.

CAPITOLO 1 – CORPORATE GOVERNANCE: DEFINIZIONI, TEORIE E MECCANISMI DI GOVERNANCE

1.1 Definizioni di Corporate Governance

La Governance applicata all'impresa¹(da cui il termine "Corporate") concerne tutto quel sistema di regole ed organi istituzionali che consentono ed indirizzano l'attività imprenditoriale. Un'unica definizione globalmente condivisa, in grado di riassumere tutti gli aspetti e le funzioni principali della Corporate Governance, non è ancora stata trovata.

Secondo la Banca Centrale Europea (2004) "the corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organisation – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making". In relazione ai principi OCSE, la Corporate Governance "involves a set of relationships among a company's management, its Board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined" (OECD, 1999).

In Italia il Codice Preda² definisce il governo d'impresa: "Corporate Governance, in the sense of the set of rules according to which firms are managed and controlled, is the result of norms, traditions and patterns of behaviour developed by each economic and legal system. . . .the main aim of a good Corporate governance system is creating shareholder value".

Da un punto di vista economico-finanziario, Shleifer e Vishny (1996) con il termine Corporate Governance fanno riferimento al sistema di regole che permette di garantire un

¹ Il termine impresa si riferisce essenzialmente alle società di capitali

² Il Codice Preda è il Codice di Autodisciplina per le Società Quotate: è stato redatto dal Comitato per la Corporate Governance ed emanato da Borsa Italiana nel 1999, con successive edizioni nel 2002 e nel 2006. Il Codice ha l'obiettivo di ottimizzare l'affidabilità delle società quotate per mezzo dell'applicazione di un modello organizzativo in grado di gestire efficacemente i rischi d'impresa e gli eventuali conflitti d'interesse tra management (amministratori) e proprietà (azionisti), tra azionisti di maggioranza e minoranza.

rendimento adeguato del capitale fornito dagli azionisti (“deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”), denotando in tal senso una grande attenzione alla necessità di risolvere i problemi scaturiti dalla separazione fra proprietà e controllo di una impresa. Secondo Zingales (1998) per Corporate Governance si intende l’insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex-post delle quasi rendite generate da un’impresa.

Il fatto che non vi sia una spiegazione concordata circa il concetto di governance testimonia quanto sia accesa la discussione nei confronti del tema del governo societario. A partire dall’analisi di come si sono evoluti i mercati, si possono identificare diversi driver che hanno in maniera rilevante contribuito all’evolversi di questo dibattito: il costante passaggio dai finanziamenti bancari e privati a favore del ricorso al capitale di rischio; l’accresciuta importanza del market for corporate control (si pensi all’ondata di fusioni e acquisizioni realizzate a partire dai primi anni Ottanta); i processi di privatizzazione; le pressioni competitive della globalizzazione; lo sviluppo di nuove tecnologie. Le crisi economiche-finanziarie degli ultimi tempi e gli scandali finanziari, su tutti i casi della multinazionale statunitense Enron e in Italia dell’impresa familiare quotata in borsa Parmalat, hanno dimostrato ulteriormente come la corporate governance risulti avere un ruolo cruciale nei sistemi economici nei quali le imprese appartengono e competono. Le norme di corporate governance sono quindi rivolte “a conciliare gli obiettivi di creazione di valore per gli azionisti, di disciplina e di incentivazione del management, di attenzione ai più ampi interessi degli stakeholder dell’impresa” (Masera, 2006). La vita di un’impresa risulta essere dunque altamente connessa all’evoluzione dei mercati economico-finanziari, pertanto una “buona governance” può essere definita soltanto con riferimento ai vari stakeholder cui si rapporta e alle loro aspettative (Salvatori, 2001). In generale, tra gli stakeholder³ si identificano diverse tipologie di attori: gli azionisti, i creditori, i dipendenti, i fornitori, le istituzioni, i sindacati, i consumatori e le comunità locali.

³ Gli stakeholder sono tutti i soggetti direttamente o indirettamente coinvolti nell’attività di impresa. Tale definizione fu introdotta per la prima volta nel 1963 dal Research Institute dell’Università di Stanford.

Ogni categoria di stakeholder esprime un giudizio sulla governance d'impresa in relazione alle proprie aspettative che, in taluni casi, possono essere addirittura divergenti e contrapposte. Il concetto di "good governance" è emerso quando l'Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) ha definito i "Principles on Corporate Governance"; con questo documento l'OECD ha stabilito alcuni criteri attraverso i quali le imprese possono garantire condizioni di trasparenza e contabilità capaci di "assure that corporations use their capital efficiently. [...] ensure that corporations take into account the interests of a wide range of constituencies, as well as of the communities within which they operate, and that their board are accountable to the company and shareholders. [...] to assure that corporations operate for the benefit of the society as a whole" (OECD, 1999). Se da una parte l'attenzione è rivolta su aspetti più propriamente interconnessi alla natura finanziaria dell'impresa, con l'obiettivo di garantire l'efficienza degli investimenti, dall'altra parte, si è anche voluto sottolineare il rispetto degli interessi complessivi della stessa impresa. Infatti, uno dei principi stabilisce che "the corporate governance framework should recognise the rights of stakeholders as established by law and encourage active co-operation between corporations and stakeholders in creating wealth, jobs, and the sustainability of financially sound enterprises" (OECD, 1999). La buona corporate governance è quindi una responsabilità condivisa tra i diversi attori coinvolti nella definizione delle strategie dell'impresa e nel sistema economico in cui essa vive.

In relazione a quanto detto finora, quindi non vi è un unico modello di corporate governance ma un buon governo societario dipende da come si combinano le diverse prerogative e aspettative di tutti gli stakeholder coinvolti. Da questo punto di vista, gli shareholders saranno soddisfatti se il governo d'impresa è in grado di generare utili in linea con quelli attesi; i creditori giudicheranno in modo positivo un'informativa che consenta loro di stimare quale siano le prospettive di business e la capacità dell'impresa di "servire" il proprio debito. I dipendenti valuteranno la governance in base alla possibilità di realizzazione personale in relazione alle remunerazioni, alle progressioni di carriera, al clima aziendale. Gli organi istituzionali valuteranno una governance "buona" limitatamente all'osservanza di regole, leggi e al pagamento delle imposte dovute. I consumatori, i partner commerciali e tutti i soggetti con cui un'impresa si relaziona definiranno la buona governance sotto il profilo dell'efficienza e dell'efficacia.

Come spesso succede, tuttavia, nel momento in cui le diverse aspettative degli stakeholder non trovano un allineamento comune ma, anzi, entrano in conflitto tra loro, allora, proprio una “buona corporate governance”, è richiesta ad intervenire come strumento regolatore. Una possibile soluzione risulta essere quella della massimizzazione del valore dell’impresa che, non necessariamente, è in linea con la massimizzazione dei profitti degli shareholders. Gli azionisti, tuttavia, in quanto titolari dei diritti di proprietà, detengono il potere di assumere decisioni di carattere strategico a scapito degli altri soggetti portatori di interesse nell’impresa. Nasce, così, una delle fonti di conflitto aziendale più discusse dalla letteratura sulla corporate governance. Se il disallineamento di aspettative tra shareholders e altri stakeholders, tuttavia, può essere rilevante nel breve termine, discussa è la sua durata in un’ottica di lungo termine. Il Codice Preda, in tal senso, pur identificando come obiettivo primario dell’impresa la massimizzazione del valore per gli azionisti, asserisce che “in the longer term, the pursuit of this goal can give rise to a virtuous circle in terms of efficiency and company integrity, with beneficial effects for other stakeholders - such as customers, creditors, consumers, suppliers, employees, local communities, and the environment - whose interests are already protected in the Italian legal system”.

1.2 Sistemi finanziari e corporate governance

Un’ analisi da approfondire è relativa a come i sistemi finanziari in cui operano le imprese influenzano le politiche di governo delle imprese stesse. A tale scopo occorre distinguere tra:

- Sistemi finanziari orientati al mercato, ossia caratterizzati da mercati azionari e obbligazionari altamente sviluppati, da istituzioni bancarie efficienti, competitive e poco concentrate e da imprese il cui azionariato è diffuso;
- Sistemi finanziari orientati agli intermediari, ossia aventi mercati azionari e obbligazionari poco sviluppati, banche di grosse dimensioni che detengono elevate quote di mercato e imprese il cui azionariato è concentrato nelle mani di pochi azionisti.

Vi sono diverse evidenze empiriche in materia. Secondo Beck et al. (2002) i mercati finanziari meno evoluti e quindi caratterizzati da sistemi legali deboli, proteggono in maniera esigua gli investitori; per tale motivo le imprese operanti hanno serie difficoltà a reperire fonti dal mercato, con conseguenti risvolti negativi sul finanziamento degli investimenti e della crescita economica. A simili conclusioni giungono La Porta et al. (2000) che rimarcano il fatto che le aziende, in questa situazione, ricorrono per lo più agli intermediari bancari o a fonti interne per finanziarsi. Carlin e Mayer (1999) asseriscono che nei sistemi finanziari orientati agli intermediari risulta essere usuale instaurare relazioni a lungo periodo con le banche: queste ultime riescono ad ottenere maggiori informazioni sulle imprese e sono quindi propense a finanziare progetti d'investimento a lungo termine. In relazione al mercato italiano, Sapienza (2004) osserva che nelle aziende, le cui quote sono concentrate nelle mani delle banche, la leva finanziaria è più contenuta, mettendo in evidenza la capacità della banca di influenzare le scelte strategiche delle imprese.

Da una parte quindi, nei sistemi orientati agli intermediari, la mancanza di informazione a disposizione del mercato comporta una minor propensione di quest'ultimo a finanziare iniziative di investimento; ciò si traduce nella presenza di asimmetrie informative che causano i problemi relativi ai rapporti d'agenzia tra azionisti e terzi finanziatori e tra azionisti di maggioranza e minoranza. Dall'altra parte, anche i sistemi orientati al mercato sono esposti al rischio di incorrere in costi d'agenzia, tipicamente nei rapporti tra azionisti e management.

Shleifer e Vishny (1996), come già detto in precedenza, definiscono la corporate governance come il sistema di regole in grado di garantire un rendimento adeguato del capitale fornito dagli azionisti, rimarcando la necessità di ridurre i costi d'agenzia fra management e azionisti. Dittmar e Mahrt-Smith (2003) asseriscono che un buon sistema di corporate governance debba essere in grado di difendere la proprietà dell'impresa, e quindi gli azionisti, dall'utilizzo inefficiente degli asset aziendali da parte di coloro che gestiscono l'impresa e dimostrano, attraverso uno studio su circa 10.000 in 45 paesi diversi, come nelle società aventi un cattivo sistema di regole ogni dollaro di liquidità immesso dagli azionisti perda circa metà del suo valore, mentre nelle società caratterizzate da un'efficace e solido modello di governance il valore quasi raddoppia grazie ad un miglior

controllo dell'utilizzo della liquidità in progetti altamente profittevoli e minori spese volte a soddisfare principalmente gli interessi del top-management.

Questi ultimi due contributi sono riferiti principalmente ad un contesto tipico dei sistemi orientati al mercato – come nel Regno Unito, negli USA e in Canada – nel quale l'azionariato è altamente disperso, quindi impossibilitato ad effettuare un efficace controllo sulla gestione dell'impresa ma interessato al ritorno del proprio investimento. In questo modello di capitalismo – definito capitalismo anglosassone – le quote azionarie sono nelle mani di tanti piccoli azionisti, pertanto, affinché gli interessi degli azionisti e del management siano allineati, si deve ricorrere ad opportune soluzioni contrattuali, come legare la remunerazione del management al risultato atteso dagli azionisti, oppure affidarsi alla tutela offerta dal sistema di governance interno ed esterno all'impresa, caratterizzato da diversi meccanismi di controllo che saranno spiegati .

Il capitalismo anglosassone, anche definito “manageriale”, non è tuttavia l'unico modello esistente, infatti in Europa continentale e nelle principali economie asiatiche i sistemi finanziari hanno caratteristiche molto più simili ai sistemi orientati agli intermediari piuttosto che a quelli orientati al mercato.

Basti pensare alla Germania dove le quote azionarie sono principalmente nelle mani di grandi famiglie, affiancate dalla presenza costante di grandi banche e istituti finanziari: il nucleo di controllo rimane abbastanza stabile grazie al ricorso alle partecipazioni incrociate e alle strutture piramidali, che rendono difficili le scalate ostili e diminuiscono l'impegno finanziario richiesto ai soci per controllare il gruppo; inoltre il ruolo delle banche, oltre a quello di controllare l'operato del management, è di fondamentale importanza per la raccolta di finanziamenti.

Anche l'Italia si caratterizza per la presenza del cosiddetto “capitalismo familiare”, infatti l'azionariato è concentrato nelle mani di grandi famiglie ed è usuale ricorrere ad accordi fra soci, alle strutture piramidali e alle partecipazioni incrociate per avere il controllo di più società. A differenza della Germania, le banche e gli istituti finanziari svolgono nei confronti delle società un ruolo principalmente di finanziamento.

In Giappone sono molto diffusi i Keiretsu, ovvero gruppi di società integrate verticalmente che girano intorno ad una grande banca: quest'ultima ha il compito di raccogliere e

impiegare le risorse finanziarie tra la rete di società e coprire eventuali fabbisogni di liquidità. In questo sistema il ricorso alle fonti interne è prioritario rispetto a quelle esterne.

In tutti questi casi suddetti, nei quali l'azionariato è concentrato nelle mani di pochi azionisti, gli "agency costs" relativi ai rapporti di agenzia tra il principale – azionisti – e l'agente – management – sono meno rilevanti, tuttavia scaturisce un'altra tipologia di "agency costs", ovvero quella fra azionisti di maggioranza e di minoranza. Questi ultimi possono essere espropriati dal diritto di controllare l'impresa tramite diversi strumenti, che gli azionisti di maggioranza possono utilizzare per trarne loro vantaggio:

- ricorso a partecipazioni incrociate tra aziende, che consentono di avere il controllo su più società con un impegno finanziario esiguo;
- realizzazione dei patti parasociali, attraverso i quali gli aderenti al patto si obbligano a votare in un determinato modo nell'assemblea degli azionisti (o anche solo a consultarsi reciprocamente prima dell'assemblea), e quelli "di blocco", mediante i quali si vincolano a non cedere a terzi la propria partecipazione (in assoluto o solo dopo aver rispettato eventuali clausole di gradimento o di prelazione);
- ricorso a strutture piramidali che permettono agli azionisti di maggioranza di acquisire il controllo con un impegno finanziario diluito;
- emissione di azioni senza diritto di voto o con voto limitato, che garantisce agli azionisti in possesso di godere di maggiori dividendi e/o di privilegi nel riparto del capitale in sede di liquidazione.

I costi di agenzia per gli azionisti di minoranza assumono particolare rilievo nel caso delle imprese familiari, soprattutto nel momento in cui avviene il passaggio generazionale tra il socio-fondatore e i suoi eredi. Secondo Burkart et al. (2002), nei sistemi legali che proteggono i soci di minoranza il fondatore, prima di cedere le quote, affida la gestione al management e non agli eredi. Nei sistemi con protezione intermedia degli azionisti di minoranza il fondatore e i suoi eredi mantengono la carica di azionisti di maggioranza e continuano a controllare e avere influenza sull'operato del management; infine nei sistemi legali con esigua protezione dei soci di minoranza il fondatore e i suoi eredi continuano ad essere titolari sia del controllo che del management della società.

1.3 Teorie dell'agenzia e conflitti di interesse

Secondo Alchian e Demsetz (1972) l'impresa è definita, a livello legale, come un insieme di "funzioni giuridiche che fungono da nesso per un insieme di relazioni tra individui, in cui i contratti di lavoro, oltre a soddisfare gli interessi individuali degli agenti aiutano anche a massimizzare il valore dell'impresa". Inoltre, è caratterizzata dalla funzione di coordinamento e controllo esercitata dall'imprenditore nelle produzioni di squadra. Successivamente, l'impresa sarebbe stata concettualizzata da Moore (1992) come una "sommatoria di asset fisici sui quali si vantano diritti di proprietà". Coase (1937) incentra i propri studi sui diritti di proprietà che definiscono la base del sistema impresa, dove si ritiene siano gli azionisti ad imporre il comportamento dei manager attraverso contratti sia espliciti sia impliciti. Tuttavia, dato che i contratti non riescono a definire ogni situazione, tale condizione risulta di per sé puramente utopica (Grossman e Hart, 1986; Hart e Moore, 1990). È quindi il management esecutivo che si assume la responsabilità e la libertà di prendere decisioni che non risultano essere inglobate all'interno dei contratti. Questa condizione viene definita con l'espressione di "incompletezza contrattuale" che genera dei "diritti residui di controllo", ovvero il diritto unilaterale di decidere sull'impiego degli asset in tutti i casi non specificati dal contratto e di impedirne l'accesso agli estranei. Secondo Hart "in un mondo di contratti incompleti vi è un'allocazione ottima di diritti residui di controllo: nella misura in cui la proprietà va insieme ai diritti residui di controllo, vi è pertanto una ottima allocazione della proprietà delle risorse" (Hart, 1988). L'incompletezza contrattuale pone quindi l'esigenza di introdurre sistemi di monitoraggio del management e di soluzioni contrattuali incentivanti. È da questi presupposti che si sviluppa la teoria dell'agenzia di Jensen e Meckling. Secondo i due economisti, la relazione di agenzia scaturisce quando, a seguito di un contratto, il principale (neutrale al rischio) ingaggia l'agente (avverso al rischio) per svolgere un incarico per conto suo, pertanto il principale delega all'agente il potere decisionale su come agire. Nel delegare l'attività all'agente, il principale ne stabilisce regole, condizioni e modalità di ricompensa in seguito alla realizzazione dell'attività.

La situazione in cui entrambi gli attori massimizzano la propria utilità, e quindi i loro ritorni, è puramente ideale, infatti gli interessi del principale e dell'agente non risultano essere

sempre allineati. Pertanto, dalle relazioni che intercorrono tra agente e principale possono scaturire divergenze nel caso si verifichino due determinate condizioni:

- il soggetto “principale” può osservare il risultato ma non può direttamente monitorare l’operato dell’agente, ritrovandosi a possedere informazioni incomplete rispetto a questo (asimmetria informativa);
- Il risultato dell’azione dell’agente è condizionato da eventi esterni al suo controllo (incertezza).

La presenza dell’asimmetria informativa è una costante nei rapporti di agenzia, poiché se da una parte l’agente si ritrova ad avere il potere decisionale tra le mani, è tuttavia il principale ad avere una maggior conoscenza del risultato finale che deve essere perseguito. Risulta quindi essere fondamentale, per conseguire ad una efficace ed efficiente definizione dei contratti all’interno dell’impresa, oltre alle variabili organizzative, la modalità di acquisizione delle informazioni (Fama e Jensen, 1983; Zingales, 2000).

Per quanto riguarda il problema dell’incertezza, anche questa condizione è tipica nei contratti di agenzia, infatti l’incarico affidato all’agente è solitamente influenzato da condizionamenti esterni non prevedibili a priori, e per questo a rischio di non poter essere compiuto.

Queste due condizioni di asimmetria informativa e di incertezza possono provocare numerosi attriti all’interno dell’impresa, tra i soggetti che ne sono gli attori, proprio perché le parti in questione perseguono un obiettivo volto a massimizzare i propri interessi, che di frequente non sono allineati con l’obiettivo primario dell’impresa che si esplica nella crescita sostenibile della profittabilità in un periodo di lungo termine.

La condizione di asimmetria informativa può generare due tipologie di problemi:

1. L’ “adversed selection”, ovvero la selezione avversa;
2. Il “moral hazard”, ovvero l’azzardo morale;

Per selezione avversa si intende un’informazione nascosta ex-ante, che si esplica nel momento in cui il principale è impossibilitato a verificare le competenze che il soggetto agente dice di avere in fase di stipula di una relazione contrattuale. Per tale motivo, il principale deve incentivare la parte che possiede l’informazione privata a rivelarla per

mezzo di strumenti che permettano di avere quanta più informazione possibile. In definitiva, la selezione avversa è una forma di opportunismo precontrattuale.

Nel caso di azzardo morale il problema per il principale è riuscire ad incentivare l'agente a svolgere il compito assegnatogli nel suo interesse, pertanto l'obiettivo del principale è di essere in grado di controllare il comportamento dell'agente. L'azzardo morale è quindi una forma di azione nascosta ex-post, che porta l'agente a perseguire i propri interessi a scapito di quelli del principale, confidando nell'impossibilità di quest'ultimo di controllare la presenza di dolo o negligenza (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 1964; Jensen 1986).

La teoria dell'agenzia aiuta a comprendere i problemi legati al concetto di cooperazione, come l'asimmetria informativa, i risultati incerti (non osservabili), la questione dell'utilizzo di incentivi, e l'identificazione dei rischi nel processo decisionale. Questa teoria, conosciuta anche con il paradigma principale-agente enfatizza i problemi contrattuali tra il principale dell'impresa, generalmente il proprietario, e gli agenti dell'impresa, il management esecutivo che gestisce l'utilizzo delle risorse. A causa di un conflitto di obiettivi e interessi, questa separazione tra proprietà e controllo può dare luogo a costi d'agenzia risultanti dal bisogno di allineare gli interessi attraverso il "monitoring" o soluzioni contrattuali. Come conseguenza logica, Jensen e Meckling (1976) sostengono che i costi d'agenzia sono assenti quando l'impresa è guidata da un proprietario-manager. In questo caso, proprietà e management coincidono, portando ad una riduzione dei costi d'agenzia e quindi ad un aumento del valore dell'impresa. Fama e Jensen (1983a,1983b) estendono il lavoro di Jensen e Meckling argomentando che la separazione tra proprietà e controllo può portare ad una migliore efficienza dell'impresa che addirittura può eccedere i costi di agenzia. Questa efficienza è generata dalla specializzazione delle risorse nei vari livelli e dalla disponibilità a prendere rischi dovuta ad una condivisione degli stessi.

I problemi di agenzia potrebbero facilmente essere superati, nel momento in cui le informazioni fossero liberamente condivise tra le parti in questione, e quindi in assenza di asimmetrie informative, senza il sostenimento di ulteriori costi, e se gli incentivi dei diversi attori che sono partecipi alla relazione contrattuale fossero pienamente coerenti e allineati tra loro. Vi sono diverse evidenze empiriche, che dimostrano come questa condizione si verifichi in rarissime situazioni, mentre la presenza di asimmetrie informative

e di incertezza è una costante che determina la comparsa dei cosiddetti “costi di agenzia”. Tali costi scaturiscono in virtù del fatto che l’agente non accetta di subire tutte le conseguenze delle azioni che lui intraprende nell’interesse del principale, per tale motivo l’agente risulta essere avverso al rischio; viceversa il principale, neutrale al rischio, non essendo in grado di monitorare attivamente l’operato dell’agente, deve disegnare un meccanismo di incentivo per indurre l’agente a svolgere bene l’incarico.

I costi di agenzia rappresentano quindi lo scostamento della condizione reale da quella ideale, che si traduce in un’inevitabile diminuzione di benessere. In altre parole, i costi di agenzia devono essere sostenuti da una delle due parti in gioco per allineare quanto più possibile gli interessi dei manager (agente) a quelli degli azionisti (principale), andando a ridurre quanto più possibile l’asimmetria informativa (Ang et al., 2000).

Tali costi sono riconducibili a tre principali categorie (Jensen e Meckling, 1976; Shleifer e Vishny, 1997; Di Cagno, 2012) e comprendono:

- I costi sostenuti dal principale per monitorare l’operato dell’agente, e di conseguenza per intervenire nell’incentivare o disincentivare determinate tipologie di comportamento. Esempi tipici sono la presenza di una revisione interna, di vincoli di bilancio e di controlli formali, ma anche di contratti d’incentivazione (costi di monitoraggio);
- I costi sostenuti dall’agente (manager) per convincere gli azionisti del suo attaccamento all’impresa. Tali costi potrebbero essere identificati, per esempio, con l’accettazione di schemi di incentivo rischiosi, in modo tale che l’agente riceva come compensazione una parte fissa e una parte variabile legata al profitto residuo, ma anche con la presenza di revisori esterni (costi di bonding);
- La perdita residua di benessere che si determina nei rapporti di agenzia, in quanto spesso è impossibile conciliare gli interessi degli attori in questione (perdita residuale).

L’adeguata analisi e l’utilizzo di strumenti, quali le strutture dei contratti di remunerazione dei manager, la remunerazione legata agli obiettivi, e la creazione di un efficace sistema di controllo interno, possono condurre le imprese a ridurre al minimo i costi di agenzia (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen 1983; Fama, 1980).

Nel caso delle imprese familiari, solitamente proprietà e controllo coincidono con la stessa famiglia o addirittura con la stessa persona, il socio-fondatore. In accordo con Jensen e

Meckling (1976), questo allineamento tra proprietà e controllo può portare ad una riduzione dei costi di agenzia. Tuttavia, l'influenza delle questioni relative al mondo familiare, a prescindere dagli interessi di business nelle imprese familiari (Nordqvist et al. 2008), crea una complessa struttura delle preferenze individuali. Gli aspetti relazionali e altruistici giocano un ruolo importante nel processo decisionale a tal punto da creare altre cause di costi d'agenzia. Per tale motivo, la teoria dell'agenzia occupa una prospettiva rilevante nel family business che aiuta a comprendere meglio aspetti particolari del comportamento degli attori nelle imprese familiari.

1.3.1 Teoria dell'agenzia nelle imprese familiari

Una delle principali caratteristiche dell'impresa familiare risiede nel fatto che proprietà e controllo spesso coincidono con la stessa famiglia o addirittura con la medesima persona, il socio fondatore. L'azionista di maggioranza risulta essere solitamente la famiglia, che si occupa anche della parte gestionale dell'impresa. Conseguentemente i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo, in termini di conflitto di interessi tra azionisti e manager, non sono rilevanti come nelle imprese con sistemi ad azionariato diffuso.

Jensen e Meckling (1976) definiscono con costi d'agenzia di prima specie quelli che derivano dall'impossibilità dell'allineamento degli interessi tra manager e azionisti. Infatti, i manager, consapevoli che gli azionisti non sono in grado di prevedere a priori ogni possibile situazione che potrebbe accadere durante la gestione, sono atti a mettere in campo comportamenti opportunistici finalizzati all'estrazione di benefici privati a scapito degli azionisti. Quindi nell'impresa familiare i costi di tipo I risultano essere trascurabili, addirittura potrebbero essere assenti nel momento in cui proprietà e gestione fossero nelle mani della famiglia o del socio fondatore.

Questo discorso è tipicamente valido anche nelle imprese familiari di grandi dimensioni dove tendenzialmente il management dell'impresa è affidata a soggetti non appartenenti alla famiglia, in quanto è assai poco probabile che questi prendano decisioni orientate al soddisfacimento di interessi privati poiché l'azionista di maggioranza non solo monitora attivamente la gestione ma dispone anche di una assoluta conoscenza del core-business,

essendo l'ideatore dell'impresa. La proprietà, effettuando un monitoraggio in prima persona del management, riduce il problema del free-riding. Questo fenomeno accade quando i benefici di un'azione sono divisi tra la collettività ("pubblici") ed il suo costo è a carico dell'individuo ("privato") ed è tipico nelle società ad azionariato diffuso, nelle quali il singolo azionista non ha l'incentivo a monitorare attivamente il manager perché il beneficio che deriva è inferiore al costo sostenuto. Viceversa, nelle imprese familiari la proprietà, non detenendo solitamente un portafoglio diversificato, ha l'incentivo ad effettuare un efficace monitoring in quanto la sua ricchezza personale dipende in maniera rilevante dal successo o al fallimento dell'impresa.

Un'altra caratteristica dell'impresa familiare è la minore probabilità di effettuare investimenti miopi. Infatti, solitamente, la proprietà familiare ha un orizzonte temporale più lungo rispetto agli altri azionisti, essendo uno degli obiettivi principali di essa il trasferimento della proprietà alle generazioni future. Se da una parte quindi le imprese ad azionariato concentrato, come quelle familiari, consentono di ridurre al minimo i problemi di agenzia descritti in precedenza, dall'altra parte si trovano ad affrontare un altro tipo di conflitto di interesse: il conflitto tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, dove l'azionista maggioritario può, grazie al controllo, estrarre benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza. Tale problema è noto come problema di agenzia II e i relativi costi scaturiscono per limitare tale comportamento. Questa tipologia di problema può sorgere per diversi motivi:

1) Controllo degli azionisti di minoranza: avendo il controllo dell'impresa attraverso la maggioranza dei diritti di voto, la proprietà familiare potrebbe comportarsi in modo tale da estrarre benefici privati a danno degli azionisti di minoranza. Ciò può accadere nel momento in cui, ad esempio, vi sono in circolazione diverse tipologie di azioni, che attribuiscono differenti diritti a coloro che le detengono. (es. il socio fondatore possiede la classe di azioni che attribuisce il voto plurimo);

2) Decisioni di investimento: i membri familiari e gli azionisti di minoranza presenti in società potrebbero avere obiettivi differenti, in quanto i primi tipicamente hanno come obiettivo primario il trasferimento intergenerazionale dell'impresa, mentre i secondi hanno lo scopo di investire in società per ricavarne un guadagno monetario. Per tale

motivo spesso la proprietà familiare tende ad intraprendere investimenti meno rischiosi che potrebbero essere non ottimali per gli azionisti di minoranza;

3) Costi di successione: un'altra conseguenza del passaggio dell'impresa agli eredi è la perdita di leadership ed esperienza, che si traduce in una continua perdita di performance dell'impresa a danno degli azionisti di minoranza (Morck et al. 2000).

Un'altra tipologia di conflitto di interesse che potrebbe verificarsi all'interno di un'impresa è quello tra shareholder e creditori (problema di agenzia di terzo tipo). In particolare, gli azionisti potrebbero estrarre benefici privati a scapito dei fornitori di capitale, investendo in progetti più rischiosi, e quindi più profittevoli, rispetto a quelli intrapresi normalmente dall'impresa. In tale situazione gli azionisti si appropriano della maggior parte dei profitti mentre gli obbligazionisti sopportano maggiori costi. Per tale motivo i creditori, avendo questa aspettativa, pretendono una remunerazione più alta. Questa tipologia di conflitto risulta essere meno presente nell'impresa familiare in quanto gli interessi della proprietà sono più allineati con quelli dei creditori. Essendo infatti l'obiettivo primario della famiglia la sopravvivenza e la crescita dell'impresa nel lungo termine, essa non è orientata alla massimizzazione del valore degli shareholder ma a quello dell'impresa. In questo contesto pertanto i fornitori di capitale esterni pretenderanno una remunerazione più bassa. In definitiva il costo del debito è relativamente più basso nelle imprese familiari. Oltre ai problemi di agenzia affrontati poc'anzi (I, II e III terzo), l'impresa familiare può essere soggetta ad un'ulteriore tipologia di conflitto di interesse: il conflitto tra la famiglia e gli azionisti familiari che agiscono per suo conto (IV tipo). Infatti, come gli azionisti hanno il potere di nominare gli esecutivi che agiscono per loro conto, allo stesso modo la famiglia in generale può nominare alcuni dei suoi componenti. Quindi come in ogni rapporto di agenzia, gli obiettivi tra principale e agente possono essere contrastanti. In conclusione, la concentrazione della proprietà da una parte riduce i problemi di agenzia di I e III tipo, dall'altra sopporta costi maggiori in relazione ai problemi di agenzia di II e IV tipo.

1.3.2 La discrezionalità manageriale e l'espropriazione degli azionisti

La teoria dell'agenzia è stata utilizzata per esaminare l'esistenza dei problemi connessi alla relazione tra azionisti e management in differenti situazioni nelle quali gli interessi delle due parti in questione divergono, come ad esempio nella scelta di finanziamento del capitale tra equity e debito, nelle scelte degli investimenti, nella difesa da scalate ostili o nelle acquisizioni.

La discrezionalità manageriale comprende tutte le modalità attraverso le quali i manager delle società, sfruttando la loro posizione e il loro potere, conseguono benefici personali con le risorse aziendali a scapito degli azionisti, proprietari dell'impresa. Questo comportamento da parte del management avviene poiché molto spesso coloro che gestiscono l'impresa detengono anche i diritti di controllo sull'allocazione delle risorse e dei capitali degli investitori, e quindi degli azionisti; in questo modo, i manager violano il proprio dovere di lealtà verso gli azionisti (*duty of loyalty*).

L'espropriazione delle risorse dell'impresa a scapito degli azionisti può avvenire in diversi modi: un primo esempio è il "transfer pricing", attraverso il quale i manager trasferiscono a prezzi inferiori rispetto al prezzo di mercato gli asset societari in favore di altre società da essi direttamente o indirettamente controllate. Un'altra modalità simile è l'acquisizione di società, controllate dal management, a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza. Tuttavia, poiché tali pratiche nel tempo sono state scoperte e quindi sono entrate in vigore leggi che limitano tali comportamenti, i manager possono utilizzare il loro potere discrezionale assegnandosi elevati compensi e benefit. Inoltre, soprattutto nelle imprese con azionariati fortemente concentrati come nelle family business, il top management o chi detiene il controllo può facilitare assunzioni non meritocratiche ai danni degli azionisti di minoranza. Anche la letteratura sul tema dell'executive compensation, nel trovare una correlazione con i risultati aziendali (*pay-for-performance*) ha posto l'attenzione su diversi punti interrogativi, soprattutto per quanto riguarda la parte variabile del pacchetto retributivo: i manager, che possiedono quote azionarie nelle società che gestiscono, potrebbero essere incentivati a tenere comportamenti volti alla creazione del valore nel breve periodo, in taluni casi mediante azioni fraudolente mirate soltanto all'incremento del prezzo delle azioni da essi posseduti.

Una tematica da approfondire all'interno di questa "managerial discretion" riguarda la distribuzione dei flussi di cassa, sottoforma di dividendi, agli azionisti. In uno studio su circa 500 imprese Donaldson (1984) sostiene che i manager non sono guidati dalla massimizzazione del valore dell'impresa ma dalla massimizzazione della "corporate wealth", definita come "il potere d'acquisto disponibile al management per scopi strategici durante un dato periodo e, in altri termini, il cash, il credito e il potere d'acquisto con il quale il management dispone di beni e servizi". La distribuzione del "cash flow" agli azionisti riduce le risorse sotto il controllo dei manager, e quindi il loro potere, rendendo probabile che essi subiscano il monitoraggio da parte del mercato dei capitali ogniqualvolta l'impresa abbia bisogno di nuovi capitali (Easterbrook, 1984, e Rozeff, 1982). Finanziare i progetti internamente riduce questo monitoraggio e la possibilità che i fondi siano disponibili soltanto a prezzi elevati.

I manager hanno l'incentivo a far crescere le loro imprese oltre la loro dimensione ottima: la crescita aumenta il loro potere in quanto aumentano le risorse sotto il controllo del management; inoltre questa crescita è accompagnata anche ad un aumento della remunerazione del management, in quanto cambiamenti della remunerazione sono positivamente correlati alla crescita delle vendite (Murphy, 1985). La tendenza delle imprese a ricompensare il middle-management attraverso promozioni piuttosto che bonus annuali genera un bias organizzativo verso il crescente bisogno di nuove posizioni che il sistema basato sulle promozioni richiede. (Baker, 1986)

La competizione nel mercato dei fattori produttivi tipicamente guida i prezzi verso la minimizzazione dei costi medi in un'attività. I manager pertanto sono motivati ad incrementare l'efficienza per ridurre il problema della sopravvivenza. Tuttavia, nelle nuove attività o in attività caratterizzate da sostanziali rendite o quasi-rendite economiche⁴ le forze disciplinanti del mercato dei fattori produttivi sono deboli; in questi casi, il monitoraggio da parte del sistema di controllo interno dell'impresa e del "market for corporate control" è essenziale, in quanto le attività che generano rilevanti rendite o quasi-rendite economiche sono tipicamente quelle caratterizzate da elevate quantità di "free cash flow".

⁴ guadagno, dato dalla differenza positiva tra il prezzo ed il costo medio complessivo, ottenuto dalle imprese che producono a costi medi inferiori rispetto alla concorrenza

Il “free cash flow” è il cash flow in eccesso rispetto a quello richiesto per finanziare tutti i progetti dell’impresa, aventi un valore attuale netto positivo. I conflitti di interesse tra shareholder e manager riguardo alle politiche di payout sono assai rilevanti in presenza di elevati free cash flow. Il problema in questi casi è come incentivare il management a distribuire il cash agli azionisti piuttosto che investirlo in progetti al di sotto del costo del capitale dell’impresa o sprecarlo in attività inefficienti, che però favoriscono l’interesse personale degli stessi azionisti.

In questo contesto un ruolo determinante nel motivare i manager e le loro organizzazioni ad essere efficienti è ricoperto dal debito, infatti Jensen (1986) definisce questa funzione del debito come “control hypothesis”. I manager, aventi a disposizione sostanziali quantità di free cash flow, possono decidere di incrementare il livello dei dividendi o riacquistare azioni proprie e pertanto distribuire la liquidità corrente che altrimenti verrebbe investita in progetti con ritorni negativi. Spesso il management può promettere di incrementare in maniera permanente il livello dei dividendi, tuttavia queste promesse risultano essere deboli perché i dividendi possono essere ridotti in futuro. Il fatto che il mercato dei capitali punisca il taglio dei dividendi con elevate riduzioni del prezzo delle azioni è consistente con la teoria dei costi d’agenzia del free cash flow.

La creazione di debito permette ai manager di legare efficacemente le loro promesse al pagamento futuro di cash flow. Inoltre, il debito può effettivamente sostituire i dividendi, fatto non riconosciuto appieno nella letteratura della corporate governance. I manager, indebitandosi in cambio di azioni, legano le loro promesse al pagamento futuro di dividendi in un modo che non può essere raggiunto dal semplice incremento dei dividendi, infatti danno agli azionisti il diritto di portare l’impresa al fallimento nel caso in cui non mantengano le loro premesse riguardo agli interessi e ai pagamenti principali. Pertanto, il debito riduce il cash flow disponibile nelle mani del management, minimizzando i costi d’agenzia del free cash flow. Questi effetti di controllo del debito sono una determinante potenziale della struttura di capitale di un’impresa.

Incrementare il debito tuttavia comporta la generazione di costi, infatti all’aumentare del debito aumenta la probabilità dell’impresa di fallire (costi d’agenzia del debito). Il livello ottimale del rapporto debito-equity è il punto nel quale il valore dell’impresa è massimo, ovvero dove il costo marginale del debito eguaglia i benefici marginali. La “control

hypothesis” non implica quindi che la creazione di debito abbia sempre effetti positivi. Per esempio, questi effetti non sono rilevanti nel caso di organizzazioni in forte crescita con progetti di investimento altamente profittevoli ma con pochi free cash flow. Queste organizzazioni tipicamente si rivolgono in maniera regolare ai mercati finanziari per ottenere nuovi capitali, in questo senso quindi i mercati hanno l’opportunità di valutare l’impresa, il suo management e i suoi progetti futuri. Le banche di investimento e gli analisti finanziari giocano un ruolo importante in tale funzione di monitoring e la valutazione del mercato è resa evidente dal prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per le azioni dell’impresa.

In sintesi, la funzione di controllo del debito è assai determinante nelle organizzazioni che dispongono di elevate quantità di cash flow ma che hanno basse prospettive di crescita, e ancora più importante nelle organizzazioni che devono contrarsi (settori maturi). In queste organizzazioni l’incentivo dei manager ad investire i cash flow in progetti non convenienti e sprecarli in attività a loro vantaggio, a scapito degli azionisti, è un problema realmente serio.

La teoria del free cash flow aiuta inoltre a spiegare gli effetti delle possibili operazioni che hanno un impatto sulla struttura di capitale dell’impresa. Secondo Jensen (1986), la maggior parte delle transazioni “leverage-increasing”, come il riacquisto di azioni e lo scambio di debito per azioni ordinarie o privilegiate, comportano un impatto positivo sul prezzo delle azioni. I capital gains a due giorni variano dal 22% (scambio debito-azioni ordinarie) al 2.2% (scambio debito-azioni privilegiate). Dall’altra parte le transazioni “leverage-reducing”, che includono la vendita di azioni e lo scambio di azioni ordinarie o privilegiate per debito, sono accompagnate da una significativa riduzione del prezzo delle azioni. Le perdite a due giorni variano dal -10% (scambio azioni ordinarie-debito) al -0.4% (azioni privilegiate convertibili). In linea con questi risultati, la “free cash-flow theory” sostiene che, fatta eccezione per le imprese con progetti di investimento profittevoli, il prezzo delle azioni cresce in concomitanza di un incremento del “pay-out” agli azionisti (o la semplice promessa) e diminuisce in relazione ad una riduzione del “pay-out” (o la promessa di una futura riduzione).

In conclusione, sia i costi d'agenzia relativi ad un elevato grado di indebitamento sia i costi d'agenzia connessi ad ingenti free cash flow a disposizione del management rendono necessario l'allineamento degli interessi tra management e azionisti.

1.4 Meccanismi di Corporate Governance

La “Corporate Governance”, come già detto in precedenza, “deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment” (Shleifer e Vishny 1997). Tuttavia, non è assolutamente scontato che i fornitori di capitale riescano ad assicurarsi un ritorno dal loro investimento, in quanto non possiedono il controllo totale sul management, che gestisce le risorse dell’impresa e prende le decisioni strategiche su come allocare le risorse in progetti di investimento.

I mercati economici più avanzati hanno risolto il problema della Corporate Governance abbastanza efficacemente, in quanto assicurano grandi flussi di capitale alle imprese e discreti ritorni agli investitori. Ma questo non vuol dire che il problema sia risolto completamente o che non possa essere migliorato. Anche nelle economie di mercato più sviluppate c’è un grande dibattito su quali meccanismi di governance esistenti siano “buoni” o “cattivi”. Easterbrook e Fischel (1991) e Romano (1993a) giudicano in maniera molto positiva il sistema di Corporate Governance degli Stati Uniti, mentre Jensen (1989a, 1993) sostiene che sia decisamente imperfetto e sia necessario muoversi dalle attuali società verso organizzazioni “highly leveraged”, simili alle LBO (Leveraged Buyout). In ogni caso gli studiosi concordano che Stati Uniti, Giappone, Germania e Regno Unito abbiano i migliori sistemi di Corporate Governance, pur avendo differenze sostanziali tra di loro. Secondo Barca (1995) e Pagano et al. (1995) in Italia i meccanismi di Corporate Governance sono poco sviluppati a tal punto che le imprese hanno difficoltà a reperire capitale esterno per finanziare i propri progetti di investimento; stessa situazione avviene nelle economie in via di sviluppo dove i sistemi di governance sono praticamente assenti. Particolare infine la situazione in Russia dove la debolezza di tali sistemi porta una rilevante diversione degli asset delle imprese da parte dei manager verso imprese private controllate dagli stessi.

I meccanismi di Corporate Governance sono istituzioni economiche e legali che possono essere solitamente alterate e migliorate attraverso il processo politico. Si potrebbe pensare che la competizione del mercato possa portare le imprese a minimizzare i costi, e nel processo di minimizzazione dei costi ad adottare regole, inclusi i meccanismi di governance, che permettano loro di raccogliere capitale esterno al minor costo. In questa

visione teorica del cambiamento economico (Alchian (1950), Stigler (1958)), la competizione potrebbe prendersi cura della corporate governance.

Nonostante la competizione del mercato sia probabilmente la migliore forza in grado di raggiungere l'efficienza economica nel mondo, quest'ultima non è in grado di risolvere il problema della corporate governance. Infatti, si potrebbe immaginare che gli imprenditori prendano in prestito forza-lavoro e capitale sul mercato ad un prezzo competitivo, e non abbiano risorse a loro disposizione che possono divergere per un loro utilizzo personale; tuttavia nella realtà, le risorse e il capitale produttivo sono altamente specifici e risultano essere "costi affondati", pertanto coloro che prestano il capitale hanno la necessità di essere assicurati circa un loro ritorno dal capitale prestato. I meccanismi di corporate governance provvedono a questa necessità dei fornitori di capitale. La "product market competition" sicuramente può ridurre i ritorni sul capitale e perciò l'ammontare che i manager possono espropriare, ma non è in grado di evitare che i manager estraggano il ritorno competitivo dopo che il capitale è affondato; pertanto per risolvere questo problema non è sufficiente la competizione.

Esistono diversi meccanismi che le imprese possono decidere di utilizzare in modo da risolvere il problema dell'agenzia e i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo dell'impresa. Tali meccanismi si suddividono in meccanismi esterni e interni. Con i primi si intendono tutti quei meccanismi che non dipendono dalla volontà e dal controllo dell'impresa, bensì dall'ambiente esterno; con i secondi facciamo riferimento agli strumenti che dipendono fortemente da una decisione interna dell'impresa.

1.4.1 Meccanismi esterni di Corporate Governance

Il primo meccanismo esterno è la “scalata” o “take-over” (Manne 1965). La sua efficacia dipende fortemente dal “Market for Corporate Control”, inoltre la struttura dei diritti di voto e la presenza di grandi azionisti (insider) influenzano la contendibilità dell’impresa. In ogni caso la scalata spinge il management a comportarsi in maniera efficiente, ovvero in linea con le aspettative degli azionisti.

Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, due tra i paesi dove la presenza di “large shareholders” è meno comune, la scalata ostile è tra i meccanismi più utilizzati per consolidare la proprietà. In una tipica scalata ostile, un acquirente presenta un’offerta all’azionariato disperso dell’impresa target, e se questo accetta, acquisisce il controllo dell’impresa e sovente rimpiazza il management. Evidenze empiriche sostengono che i takeover affrontano i problemi della Governance. (Manne, 1965; Jensen, 1988; Scharfstein, 1988). Tipicamente le scalate ostili incrementano il valore combinato dell’impresa target e di quella acquirente, indicando che i profitti sono propensi ad aumentare successivamente (Jensen e Ruback, 1983). Inoltre, solitamente le imprese target sono caratterizzate da basse performance (Palepu, 1986; Morck et al. 1988a, 1989), e il loro management viene rimpiazzato una volta che il takeover ha avuto successo (Martin e McConnell, 1991). Jensen (1986, 1988) argomenta che le scalate ostili possono risolvere il problema del free cash flow, infatti sovente portano ad una distribuzione dei profitti dell’impresa agli investitori nel tempo. Infine, le scalate sono in larga parte considerate negli Stati Uniti come il meccanismo di corporate governance, senza il quale la “managerial discretion” possa essere efficacemente controllata. (Easterbrook e Fischel, 1991; Jensen, 1993).

In ogni caso rimangono aperti alcuni punti interrogativi sull’efficacia di questo meccanismo di corporate governance. In primo luogo, i takeover sono generalmente molto costosi, non soltanto nella realizzazione in sé, ma soprattutto per il fatto che l’offerente deve pagare agli azionisti dell’impresa target anche l’incremento dei profitti atteso sotto il suo management, perché altrimenti questi si trovano nella condizione di mantenere le proprie azioni, che automaticamente aumenterebbero di valore una volta avvenuto il takeover. Se i diritti degli azionisti minoritari non sono completamente protetti, l’offerente potrebbe ottenere un contratto leggermente favorevole rispetto agli azionisti dell’impresa target,

ma dovrebbe comunque lasciare una parte dei guadagni risultanti dall'acquisizione del controllo.

Secondariamente, le acquisizioni possono incrementare i costi di agenzia quando l'impresa offerente paga un prezzo più alto per l'acquisizione; tale prezzo è relativo ai benefici privati del controllo che l'offerente ottiene (Shleifer e Vishny, 1988). Jensen (1993) sostiene che le scalate ostili, aventi una funzione veramente disciplinante, sono solo una piccola parte di quelli avvenuti negli Stati Uniti. Inoltre, le scalate per avere successo richiedono un mercato dei capitali altamente liquido, in modo tale che gli acquirenti possano avere accesso a grandi quantità di capitale nel breve periodo. Infine, i takeover sono a livello politico un meccanismo estremamente vulnerabile, infatti sovente si contrappongono alle lobby manageriali. Negli Stati Uniti la pressione politica ha portato alla generazione di leggi anti-takeover che hanno contribuito a diminuire l'utilizzo di tale meccanismo. Negli altri Paesi l'opposizione politica alle scalate si esplica nella loro generale assenza.

Un'alternativa, meno costosa rispetto al take-over, è la "proxy fight" o "battaglia delle deleghe", attraverso la quale una società tenta di raggiungere il controllo di un'altra società per azioni attraverso la raccolta di voti tramite le deleghe in assemblea. Tuttavia, questo meccanismo risulta avere principalmente due difetti. In primo luogo, il management in carica dispone di alcuni vantaggi strutturali rispetto all'impresa esterna (definita anche "raider"), infatti ha il controllo sulla tempistica della contesa e soprattutto i dirigenti dell'impresa devono scegliere tra gli azionisti attuali, già noti, e gli speculatori esterni che spesso non conoscono. Secondariamente i raider che perseguono una battaglia delle deleghe hanno meno credibilità di coloro che vogliono ottenere il controllo dell'impresa target attraverso un'acquisizione vera e propria; i potenziali acquirenti infatti, lanciando un'offerta pubblica di acquisto, godono di una maggiore credibilità perché stanno rischiando il proprio capitale per ottenere il controllo e inoltre tipicamente, una volta avvenuta l'acquisizione, gestiscono l'impresa con l'obiettivo di aumentare il valore delle azioni per ottenere un beneficio. Dall'altra parte invece un raider che intraprende una battaglia delle deleghe può non possedere azioni della società bersaglio e chiede la fiducia agli azionisti, promettendo una migliore governance societaria. È per questi motivi che solitamente la battaglia delle deleghe non ha esiti positivi, eccezione fatta per i raider che già dispongono di una discreta quota societaria dell'impresa target.

Il secondo meccanismo è la pressione competitiva sul mercato dei beni, infatti la concorrenza riduce lo spreco e la diversione della liquidità verso benefici privati da parte del management. Un'impresa che ha l'obiettivo di rimanere competitiva, deve essere in grado di realizzare un prodotto di qualità e venderlo al prezzo di mercato. Un management inefficiente può, tuttavia, diventare fonte di costi aggiuntivi i quali, a loro volta, si esplicano in un aumento del prezzo di vendita o comunque in performance finali non competitive. Nella peggiore delle ipotesi, manager incompetenti possono portare un'impresa fino al fallimento. Jensen (1993) suggerisce quindi che la pressione competitiva sul mercato dei beni è, indirettamente, una forma di disciplina del management e quindi di corporate governance. Lo stesso Jensen (1993), tuttavia, sostiene che nonostante sia valido in teoria, nella realtà, si tratta di un meccanismo di governance trascurabile. Inoltre, bisogna tenere in considerazione le caratteristiche di ogni settore: nei settori maturi e scarsamente innovativi, dove la pressione competitiva dei beni è bassa, vi è un alto incentivo per i manager a estrarre benefici privati, viceversa nei settori altamente innovativi e in crescita (es. settori hi-tech) l'incentivo è estremamente minore in quanto la maggior parte della liquidità è reinvestita dall'impresa per la crescita.

Il terzo meccanismo è la competizione sul mercato dei manager: più alta è questa competizione e più facilmente è possibile rimpiazzare manager incapaci. Tuttavia, la competizione esiste soltanto se la remunerazione è legata alla capacità del manager, ovvero se la capacità è valutata in relazione alla performance dell'impresa e quindi il manager è pagato in funzione dei risultati conseguiti. Nasce in tal senso il metodo "Pay-for-performance" (Fama, 1980; Murphy, 1999), che tratteremo successivamente.

L'ultimo meccanismo esterno è il contesto istituzionale in cui l'impresa opera. Il contesto istituzionale racchiude diverse entità:

- il sistema legale (common law o civil law) che ha l'obiettivo di proteggere i diritti di proprietà degli azionisti e dei creditori;
- Il diritto d'impresa, ovvero il diritto commerciale che regola i diritti degli shareholders, dei creditori, law enforcement e la qualità e trasparenza negli standard contabili;
- l'efficacia e la rapidità del sistema giuridico;
- i codici di Autodisciplina che stabiliscono le regole di comportamento per disciplinare i vari conflitti elencati in precedenza;

- le Associazioni professionali: norme per revisori, sindaci, analisti finanziari.

La ragione principale per il quale gli investitori forniscono finanziamento esterno alle imprese è che ricevono i cosiddetti “diritti di controllo” in cambio. Il finanziamento esterno è un contratto tra l’impresa (entità legale) e i fornitori di capitale, i quali ricevono alcuni diritti sugli asset dell’impresa (Hart, 1995, parte II). Nel caso in cui il management della società violi i termini del contratto, gli investitori hanno il diritto di appellarsi alla corte giudiziaria per far rispettare i loro diritti. La maggior parte delle differenze tra i sistemi di corporate governance nel mondo deriva dalle differenze nella natura delle obbligazioni legali che i manager devono ai finanziatori, e soprattutto dalle differenze di come le corti interpretano e fanno rispettare tali obbligazioni.

Il più importante diritto legale che gli azionisti detengono è il diritto di votare riguardo ai principali problemi che caratterizzano la società, come le fusioni, le acquisizioni, le elezioni del Consiglio di Amministrazione, il quale a sua volta detiene alcuni diritti nei confronti del management (Manne, 1965; Easterbrook e Fischel, 1983). I diritti di voto, tuttavia, si rivelano essere assai costosi da esercitare e da far rispettare. In molti Paesi, gli azionisti non possono votare per mail e devono presentarsi di persona alla riunione per la votazione, requisito che virtualmente incentiva i piccoli azionisti a non votare. Nei Paesi sviluppati, le corti hanno piena fiducia sul fatto che la votazione avvenga ma spesso il management interferisce nel processo di voto, cercando di ottenere il supporto degli azionisti e di nascondere le informazioni ai suoi oppositori (Pound, 1988; Grundfest, 1990). Nei Paesi caratterizzati da deboli sistemi legali i diritti di voto degli azionisti sono violati palesemente. I manager in Russia spesso minacciano i dipendenti-azionisti con il licenziamento nel caso non supportino con il proprio voto il management, non informano gli shareholders riguardo alle riunioni annuali, cercano di evitare eventuali scalate ostili con votazioni basate su tecnicità. In sintesi, sia l’entità legale sia la protezione dei diritti di voto degli azionisti differiscono in maniera rilevante tra i Paesi.

Sebbene gli azionisti detengano il diritto di eleggere il “Board of Director”, gli amministratori non necessariamente rappresentano gli interessi della proprietà. La struttura del Consiglio di Amministrazione varia quindi tra le diverse economie, passando da un Board a due livelli (supervisione e management) in Germania, a Board dominati dagli insider in Giappone e a Board misti negli Stati Uniti (Charkham, 1994). In America, i Consigli

di Amministrazione, specialmente quelli dominati da amministratori esterni, spesso rimuovono il top management nel caso in cui vengano conseguite performance scarse (Weisbach, 1988). Evidenze empiriche in Giappone e in Germania (Kaplan, 1994a,b) dimostrano che i board sono tipicamente passivi, fatta eccezione in situazioni estreme. Mace (1971) e Jensen (1993) sostengono che, in generale, i Consigli di Amministrazione negli Stati Uniti sono catturati dal top management.

In molti Paesi, i diritti di voto degli shareholders sono integrati dal “duty of loyalty” dei manager nei confronti della proprietà, ovvero il management ha il dovere di agire negli interessi degli azionisti. Sebbene molti sostengano che i manager debbano avere una “duty of loyalty” anche nei confronti dei dipendenti, della comunità, dei creditori e dello Stato, le corti nei paesi OECD sono d’accordo con questa idea di dovere di lealtà dei manager nei confronti degli azionisti. Infatti, gli investimenti degli shareholder sono prevalentemente affondati, e ulteriori investimenti nell’impresa non sono generalmente erogati da loro. Diverso è il caso dei dipendenti, della comunità e anche dei creditori: i dipendenti, ad esempio, ricevono immediatamente il salario per il loro effort, e sono tipicamente in una posizione migliore per contrattare con l’impresa (hold-up) rispetto agli azionisti. L’investimento di questi ultimi è un costo affondato, pertanto hanno minore protezione dall’espropriazione da parte del management in relazione agli altri stakeholder dell’impresa. Per indurre gli investitori a fornire capitale la prima volta, questi devono avere una protezione più elevata, come la “duty of loyalty”.

I più comuni elementi che caratterizzano il “dovere di lealtà” riguardano restrizioni legali sul “managerial self-dealing”, che si esplica solitamente in:

- espropriazione delle risorse dell’impresa da parte del management per scopi personali;
- eccessive remunerazioni del top-management;
- vendita di asset dell’impresa ad un prezzo inferiore a imprese controllate dal top-management;
- acquisizioni di altre società ad un prezzo tale da espropriare gli azionisti di minoranza dal controllo dell’impresa;
- emissioni di “securities” aggiuntive (come l’equity) ai manager e ai suoi parenti.

In molti casi la legge esplicitamente proibisce il self-dealing; in altri casi fa rispettare gli atti costitutivi dell'impresa, che lo vietano (Easterbrook e Fischel ,1991). Alcune restrizioni legali consistono nel fatto che il management, prima di prendere importanti decisioni, debba consultare il Consiglio di Amministrazione oppure gli azionisti, dopo un'attenta valutazione, possano impedire la vendita di asset dell'impresa a prezzi bassi.

Sebbene la "duty of loyalty" sia accettata nei principali Paesi OECD, il rigore con il quale la legge la fa rispettare varia considerevolmente tra i differenti Paesi. Negli Stati Uniti, le corti giudiziarie possano intervenire in caso di furto e di diversione degli asset da parte del management, oppure quando quest'ultimo tenta di diluire le quote degli azionisti emettendo azioni per sé stesso. La legge solitamente interviene con meno probabilità nel caso di eccessive remunerazioni, soprattutto in presenza di un pacchetto retributivo complesso, oppure sulle decisioni di business da parte del management che possano tuttavia essere in contrasto con gli interessi degli azionisti. Infine, e non meno importante, gli azionisti negli Stati Uniti hanno il diritto di intentare una causa all'impresa, spesso utilizzando una "class action" che aggira il problema del free-riding, se ritengono che il management abbia violato il dovere di lealtà.

In sintesi, fuori dagli Stati Uniti e dal Canada le "class actions" sovente non sono permesse e in generale, esclusi i Paesi OECD, la "duty of loyalty" è un concetto molto debole, in parte perché la legge non ha la possibilità e forse la volontà di intervenire a riguardo.

Come gli azionisti, anche i creditori hanno a disposizione diverse protezioni legali, che spesso variano tra i differenti Paesi. Tali protezioni possono includere il diritto di avere asset dell'impresa e/o di liquidare in caso di mancato pagamento del debito, il diritto di votare in caso di decisioni sulla riorganizzazione dell'impresa, e il diritto di rimuovere i manager durante la riorganizzazione. Le protezioni legali dei creditori solitamente sono più efficaci rispetto a quelli degli shareholder, dal momento che il fallimento di un'impresa è sicuramente una violazione del contratto di debito, che può essere facilmente verificato da una corte. Dall'altra parte, quando la procedura di fallimento dà all'impresa il diritto di tenere alla larga i creditori, il management può mantenere a bada i creditori anche dopo che l'impresa è dichiarata fallita. Impossessarsi degli asset dell'impresa in caso di bancarotta è spesso molto difficile anche per i creditori privilegiati (White, 1993). Siccome vi sono differenti categorie di creditori con interessi solitamente differenti, le procedure

di fallimento vanno avanti diversi anni prima di arrivare ad una conclusione (Baird e Jackson, 1985; Gertner e Scharfstein, 1991, Weiss ,1990); questo comporta maggiori costi a carico dei creditori e rende il debito una forma di finanziamento meno attrattiva. Le procedure di fallimento sono quindi altamente complicate, a tal punto che negli Stati Uniti (Gilson et al. ,1990; Asquith et al., 1994) e in Europa (OECD, 1995) i creditori rinegoziano al di fuori della procedura formale di fallimento. La situazione è sicuramente peggiore nei Paesi in via di sviluppo, dove le corti sono inaffidabili e le leggi sul fallimento non sono complete. Questa inefficienza delle procedure esistenti in materia di fallimento ha portato alcuni studiosi (Bebchuk, 1988; Aghion et al., 1992) a proporre un nuovo sistema che permetta di ridurre le complicate negoziazioni, convertendo tutti i diritti del fallimento dell'impresa in equity e poi lasciando ai detentori dell'equity la decisione su cosa fare dell'impresa fallita. Questa nuova procedura potrebbe nel lungo periodo ridurre i costi per proteggere i diritti dei creditori.

In sintesi, l'entità della protezione legale degli investitori varia in maniera rilevante nel mondo. In alcuni Paesi, come Stati Uniti, Giappone e Germania, la legge protegge i diritti di una buona parte degli investitori e le corti tipicamente fanno rispettare tali leggi. Tuttavia, anche in questi Paesi il sistema lascia ai manager una notevole discrezione di agire per raggiungere scopi personali, a scapito degli investitori. Negli altri Paesi le leggi sono meno protettive e le corti intervengono soltanto in casi di violazione assolutamente chiara dei diritti degli investitori. Pertanto, la protezione legale da sola non risulta essere sufficiente a garantire agli investitori un ritorno dal loro investimento.

1.4.2 Meccanismi interni di Corporate Governance

I principali meccanismi di Corporate Governance, secondo la letteratura, sono il Consiglio di Amministrazione, i piani di remunerazione del top management, la struttura del capitale ed infine la struttura proprietaria. Numerose ricerche e analisi empiriche trattano ognuno di questi meccanismi.

Il Consiglio di Amministrazione è di consueto eletto dagli shareholder ed ha, tra i suoi compiti principali, quello di nominare e controllare il top management. Si tratta di

un'istituzione interna alla società aventi l'autorità e la capacità necessarie ad assicurare agli azionisti che il top management operi in linea con i loro interessi. Tuttavia, se in teoria il CdA è ritenuto essere un meccanismo di corporate governance altamente efficace, nella realtà non è scontato che gli amministratori abbiano l'incentivo a svolgere in maniera retta i loro compiti. Spesso tra il management e gli amministratori si instaurano rapporti che portano entrambe le parti ad assumere comportamenti opportunistici, a scapito della proprietà societaria. Non è un caso che recentemente molte società hanno spinto per favorire un cambiamento con l'obiettivo di migliorare la situazione, realizzando una sorta di riforma del "Board of Directors" (Denis, 2001). Tra le principali modifiche si è cercato di:

- ridurre il numero di amministratori del CdA;
- aumentare il numero dei cosiddetti di amministratori indipendenti (outside directors) che si presume non abbiano legami di carattere economico o personale con i manager;
- affidare agli amministratori indipendenti l'elaborazione dei piani di remunerazione del top management;
- separare le posizioni di Presidente del Consiglio di Amministrazione e del Chief Executive Officer (CEO);
- incentivare i membri del Consiglio di Amministrazione a possedere quote azionarie della società gestita.

Da studi empirici condotti (Hermalin e Weisbach, 2001) è emerso che le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione aventi un impatto abbastanza rilevante sui problemi di agenzia all'interno di un'impresa sono la dimensione del Consiglio di Amministrazione e la presenza di amministratori indipendenti. In relazione alla dimensione del Board, l'opinione condivisa è che tanto più basso è il numero di membri nel Board, tanto più quest'ultimo è in grado di operare efficacemente, assicurando una migliore trasparenza, una maggiore rapidità nel prendere decisioni importanti e, pertanto, un miglior monitoring sull'operato dei manager. Con riferimento, invece, alla presenza o meno di amministratori indipendenti, che tipicamente sono amministratori non esecutivi, si evince che gli "insider directors", vale a dire amministratori che fanno parte del top management e gli "affiliated directors", ossia membri del Consiglio di Amministrazione in qualche modo avente un legame con uno o più manager, controllano in maniera meno efficace l'operato del top management rispetto agli amministratori indipendenti, non aventi alcun tipo di legame

con i manager. Riguardo a quest'ultimo punto, anche la Commissione Europea in una raccomandazione del 2005⁵ ha confermato la necessità di garantire, all'interno del Board of Director, un sufficiente numero di outside director "to ensure that any material conflict of interest involving directors will be properly dealt with".

Il secondo meccanismo è la remunerazione dei dirigenti: contratti ben strutturati possono minimizzare le divergenze di interessi tra azionisti e manager. La teoria degli incentivi e dell'agenzia suggerisce di legare la remunerazione del manager agli interessi della proprietà, ossia alla valorizzazione dell'impresa, pertanto di legare il compenso alla performance. La retribuzione, infatti, è composta da una parte fissa (stipendio) e da una parte variabile legata alla performance dell'impresa, ovvero alla creazione del valore. Di regola la parte variabile si compone di un bonus o "cash part", un premio "cash" legato al raggiungimento di un determinato obiettivo a breve termine, dai premi azionari e dalle "stock options". Queste ultime danno il diritto al possessore di acquistare azioni, entro un determinato periodo, a un prezzo fissato al momento in cui l'opzione è offerta, per cui il compenso è misurato dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione al momento dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal possessore. L'incentivo da parte dei manager quindi è quello di aumentare il valore delle azioni nel breve periodo.

Recentemente la letteratura ha dedicato particolare attenzione al contratto di debito come meccanismo per risolvere i problemi di agenzia. Sebbene Modigliani e Miller (1958) associno il debito soltanto alla questione dei cash flow e del valore dell'impresa, un'altra caratteristica del debito è relativa all'abilità dei creditori di controllare l'impresa. Nello specifico, il debito è un contratto nel quale una persona prende in prestito fondi da un prestatore e promette in seguito a quest'ultimo un predefinito flusso di pagamenti; in più il "borrower" (colui che prende in prestito denaro) tipicamente promette di non violare determinate clausole (Smith e Warner, 1979), come mantenere il valore degli asset all'interno dell'impresa. Se il "borrower" viola una delle clausole, e specialmente nel caso di non restituzione del capitale fornito, i creditori posseggono, come già esposto in precedenza, determinati diritti sugli asset dell'impresa e sulla possibilità di portare in

⁵ European Commission Recommendation of 15.2.2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, OJEU L 52/51, section II no. 4

giudizio l'impresa. Un'essenziale caratteristica del contratto di debito è, quindi, il trasferimento di determinati diritti dal "borrower" al "lender" (creditore).

In generale, più alti livelli di debito possono incentivare maggiore sforzo da parte del management al fine di cercare di evitare il fallimento della società; inoltre a causa degli impegni relativi ai contratti di debito, che riducono la liquidità disponibile per il manager, il debito consente in qualche modo di disciplinare i manager. Il debito può inoltre migliorare i problemi di agenzia di quarto tipo aiutando la famiglia a mantenere il controllo dell'impresa. Infatti, il ricorso a fonti esterne diminuisce la necessità di aumentare l'equity che avrebbe come conseguenza diretta quella di diluire il potere degli azionisti-familiari. In ogni caso è doveroso evidenziare come un eccessivo indebitamento potrebbe portare al cosiddetto "underinvestment", ovvero "sotto-investimento", cioè l'incapacità dell'impresa a finanziare un investimento che potenzialmente avrebbe un rendimento positivo. Questo perché all'aumentare dell'indebitamento diminuiscono le possibilità di accedere ad un ulteriore debito da parte dell'impresa. Un eccessivo indebitamento, tuttavia, potrebbe condurre alla "morsa del debitore", nel senso che l'impresa risulterebbe costretta a destinare la maggior parte dei flussi di cassa generati al pagamento degli interessi sul debito.

Il quarto meccanismo interno di Corporate Governance è la concentrazione della proprietà. La letteratura ha sempre considerato due tipi di concentrazione proprietaria per minimizzare i problemi di agenzia: la proprietà manageriale che, attraverso il controllo e la titolarità della gestione, consente di allineare gli interessi tra proprietà e management; la proprietà "blockholder" che cerca di ridurre i problemi di agenzia attraverso un miglior monitoring sull'operato dei manager. Come si è osservato in precedenza, entrambe interessano anche le imprese familiari; infatti la concentrazione della proprietà familiare consente di attenuare i problemi di agenzia di I e III tipo, tuttavia genera l'aumento dei costi relativi ai problemi di II e IV tipo. All'interno dell'impresa familiare, oltre agli azionisti familiari possono essere presenti anche "blockholder" esterni e investitori istituzionali, i quali hanno l'incentivo corretto per monitorare non solo i manager ma anche i soci-familiari. Inoltre, possono facilitare l'azione di eventuali take-over. In seguito, il tema della struttura proprietaria verrà trattato in un paragrafo a parte.

Un ulteriore meccanismo è la politica dei dividendi che, attraverso una maggiore distribuzione dei dividendi, consente di ridurre la possibilità dei manager di utilizzare il free cash flow generato dall'impresa per scopi personali. È necessario sottolineare che la definizione del dividendo è assai rilevante per le strategie di impresa: non distribuire dividendi può generare conflitto tra azionisti e management, distribuire un dividendo eccessivamente generoso può generare una distruzione del cash flow generato dall'impresa che potrebbe essere utilizzato per finanziare investimenti. Il tema della politica dei dividendi sarà descritto in dettaglio nel capitolo 2.

1.5 Meccanismi legali e “famiglie” di diritto commerciale

Il sistema legale e le regole di un Paese che controllano il governo societario, fino a qualche tempo fa, hanno ricevuto scarso interesse da parte degli studiosi in materia, almeno rispetto all'interesse rivolto agli altri meccanismi, interni ed esterni.

Jensen (1993) definisce i meccanismi legali di governance “...far too blunt an instrument to handle the problem of wasteful managerial behaviour effectively”. Tuttavia, diverse analisi hanno evidenziato come il sistema legale di un Paese possa in maniera rilevante avere un impatto sulla Corporate Governance delle imprese. La Porta et al. (1998, 2000), ad esempio, hanno dimostrato che sia le leggi in vigore sia la loro applicabilità hanno una notevole influenza nel disciplinare i conflitti di interesse tra azionisti e management. In un'analisi trasversale a diverse Nazioni, sempre La Porta et al. (1999) sostengono che le differenze nella struttura proprietaria, nella struttura del capitale, nelle scelte di finanziamento e nelle politiche dei dividendi, sono tutte altamente correlate al livello di protezione legale garantito agli investitori contro il rischio di espropriazione da parte del management e/o degli azionisti di maggioranza; in particolare, è emersa l'esistenza di una relazione inversa tra il grado di protezione garantito dal sistema legale di un Paese e il livello di concentrazione della quote azionarie delle imprese dello stesso Paese. Inoltre, Shleifer e Vishny (1997) sostengono che il più rilevante problema di agenzia non derivi dal conflitto di interesse tra proprietà e top management ma tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Risulta, quindi, evidente come l'intervento del sistema legale a

protezione degli azionisti di minoranza per la risoluzione del conflitto d'agenzia, possa essere giudicato un meccanismo di Corporate Governance assai indispensabile. Pertanto, tanto più il sistema legale di un Paese è in grado di proteggere i diritti dei fornitori di capitale, tanto più si avrà un impatto positivo sullo sviluppo economico e finanziario dello stesso Paese. In sintesi, protezione legale degli investitori e concentrazione proprietaria possono essere considerati strumenti strettamente complementari di corporate governance.

Il diritto commerciale ha lo scopo di disciplinare i rapporti giuridici tra l'impresa, in tutte le sue sfaccettature, e i suoi relativi stakeholder, ossia i portatori di interesse verso l'impresa. Il diritto fallimentare, la disciplina su operazioni straordinarie, quali fusioni e acquisizioni, le regolamentazioni in materia di bilanci e contabilità, trasparenza e informativa obbligatoria, e infine i diritti in capo agli azionisti e ai creditori, rappresentano gli strumenti principali che si configurano come disciplinanti la gestione e il controllo di un'impresa. Sebbene non vi siano nazioni con leggi perfettamente identiche, alcuni sistemi giuridici risultano essere sufficientemente simili e pertanto è possibile effettuare una loro classificazione in alcune grandi famiglie di leggi (La Porta et al., 1998). I criteri utilizzati per la classificazione sono i seguenti (Glendon et al., 1992):

- background storico ed evoluzione del sistema legale nel tempo;
- fonti del diritto;
- metodologie giuridiche;
- principi giuridici di base;
- istituzioni giuridiche fondamentali;
- divisione nelle diverse discipline del diritto

In base a questi criteri, si riesce a identificare due tradizioni giuridiche generali: la Civil Law e la Common Law (figura 1). La prima è la più diffusa tradizione giuridica del mondo e la più antica: ha origine dal diritto romano e gli studiosi ritengono che appartengono ad essa tre famiglie di sistemi giuridici: quello tedesco, francese e scandinavo.

Figura 1 Origine dei sistemi legali europei

Country	Legal origin
Austria	Civil law, German origin
Belgium	Civil law, French origin
Denmark	Civil law, Scandinavian origin
Finland	Civil law, Scandinavian origin
France	Civil law, French origin
Germany	Civil law, German origin
Greece	Civil law, French origin
Ireland	Common law
Italy	Civil law, French origin
Luxembourg	Civil law, French origin
Netherlands	Civil law, French origin
Norway	Civil law, Scandinavian origin
Portugal	Civil law, French origin
Spain	Civil law, French origin
Sweden	Civil law, Scandinavian origin
Switzerland	Civil law, German origin
UK	Common law

Fonte: Weil, Gotshal, Manges, 2002, "Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states", Brussels

Il codice commerciale francese è stato redatto da Napoleone nel 1807 ed è stato successivamente esteso in Belgio, Olanda, parte della Polonia, dell'Italia e della Germania. In Europa, l'influenza francese è risulta essere stata assai rilevante in Lussemburgo, Portogallo, Spagna, alcuni cantoni svizzeri e in Italia (Glendon et al., 1994). Il codice commerciale tedesco, invece, fu redatto nel 1897 dopo l'unificazione della Germania di Bismarck. Non ha avuto una diffusione simile a quello francese, tuttavia, ha avuto una rilevante influenza sulla dottrina giuridica di alcuni importanti Paesi europei tra cui Italia, Svizzera, Austria, Grecia, Ungheria. Il diritto scandinavo è sovente ritenuto far parte della Civil Law tradizionale nonostante abbia meno caratteristiche in comune con il diritto romano rispetto alle dottrine francese e tedesca. I codici civili dei paesi nordici risalgono al XVIII secolo; questi Paesi risultano avere leggi molto simili tra loro ma diverse dagli altri Paesi Europei. In definitiva, i quattro Paesi dell'Europa del Nord (Norvegia, Svezia, Finlandia e Danimarca) sono considerati una categoria a sé stante.

La common law non si basa tipicamente su leggi scritte, infatti si tratta di un diritto che trova fondamento e ispirazione nelle sentenze giudiziarie passate, emesse per risolvere le controversie in materia di Corporate Governance. Deriva principalmente dalla tradizione giuridica anglosassone che, tuttavia, ad eccezione della Gran Bretagna, non si è diffusa in maniera rilevante nel resto d'Europa.

Lo studio di La Porta et al. (1998), dimostra che i paesi con sistema legale "Common Law" hanno una protezione legale degli azionisti e dei creditori più alta rispetto a quelli con sistema legale "Civil Law". Per quanto riguarda la Civil Law, il diritto francese protegge i diritti degli investitori con minor efficacia rispetto al sistema legale scandinavo e tedesco. Infine, un'evidenza interessante è che la protezione legale degli investitori influenza lo sviluppo finanziario, infatti i paesi con maggior protezione degli investitori risultano avere capitali più grandi e sistemi finanziari maggiormente floridi e sviluppati.

1.6 Struttura proprietaria come meccanismo disciplinante dei conflitti all'interno dell'impresa: widely held firm, closely held firm e family business

Si è detto in precedenza come il sistema legale di un Paese e il grado di concentrazione proprietaria siano strumenti complementari nel risolvere i problemi d'agenzia all'interno di un'impresa. Nel caso in cui la protezione legale non sia in grado di garantire agli investitori un ritorno dall'investimento e non sia quindi in grado di ridurre il rischio di espropriazione da parte del management, assume particolare importanza il grado di concentrazione della proprietà.

Berle e Means (1932) nel loro libro "The Modern Corporation and Private Property" evidenziano che negli Stati Uniti vi sia la prevalenza delle cosiddette "widely held firms", ovvero imprese nelle quali la proprietà è dispersa tra tanti piccoli azionisti e quindi il controllo è concentrato nelle mani del top management. In tale tipologia di impresa, dove la separazione tra proprietà e controllo è massima, scaturiscono i tipici conflitti di interesse tra management e azionisti. Per circa due generazioni il loro studio ha rappresentato l'immagine dell'impresa moderna guidata da manager professionisti che non dovevano rendere conto agli azionisti, e inoltre ha incentivato la proliferazione di numerosi studi

sulla letteratura manageriale, tra i quali si menzionano gli studi di Baumol (1959), Marris (1964) e Williamson (1964).

Successivamente, nuovi studi empirici hanno messo in discussione quella immagine moderna dell'impresa. Holderness e Sheehan (1988) hanno mostrato che diverse centinaia di imprese quotate pubbliche negli Stati Uniti sono caratterizzate dalla presenza di azionisti maggioritari, con una quota maggiore del 51%. Nel resto del Mondo la presenza di "large shareholders" è molto più frequente. In Germania grandi banche commerciali, attraverso le deleghe di voto, spesso riescono ad ottenere il controllo di un quarto dei voti nelle maggiori società, e dispongono anche di piccole ma significative azioni con diritto al dividendo come diretti azionisti o creditori (Franks e Mayer, 1994; OECD, 1995). Inoltre, uno studio condotto da Gorton e Schmid (1996) ha evidenziato come circa l'80% delle più grandi società tedesche sia controllata anche da un azionista di maggioranza diverso dalle banche con più del 25% delle azioni. Sempre in Germania, nelle imprese più piccole la norma è il controllo familiare attraverso la maggioranza azionaria o la struttura piramidale (Franks e Mayer, 1994). Le piramidi consentono al proprietario ultimo di controllare gli asset delle imprese sussidiarie con il minimo sforzo finanziario (Barca, 1995). In Giappone, sebbene la proprietà non sia concentrata come in Germania, grandi "cross-holdings" e "share holdings" costituite da grandi banche sono la norma. (Prowse, 1992; Berglof e Perotti, 1994; OECD, 1995). Nel resto del mondo, quindi in gran parte dell'Europa (Italia, Finlandia, Svezia), America Latina, Asia e Africa, le imprese sovente hanno "controlling owners", i quali spesso sono i fondatori dell'impresa. In breve, azionariati fortemente concentrati e il predominio di proprietari-controllori sono la regola nella maggior parte dei Paesi nel Mondo.

Pertanto, si possono definire tipicamente 3 principali strutture proprietarie:

- "Widely held company", società nella quale l'azionariato è disperso tra una miriade di piccoli azionisti e non vi è la presenza di un azionista di controllo; il controllo in questo caso è affidato al top-management. In questa tipologia di impresa è massima la separazione tra proprietà e controllo. Tale struttura proprietaria è presente nei Paesi anglosassoni, quindi Stati Uniti e Regno Unito;
- "Closely held company", società nella quale un numero limitato di azionisti controlla la maggioranza delle quote azionarie. Per misurare il controllo di un azionista, è

necessario combinare i diritti di voto diretti (azioni registrate con il nome dell'azionista) e indiretti (azioni possedute da un'altra impresa controllata dall'azionista) che l'azionista possiede. Un azionista ha una percentuale x di diritti di voto indiretti sull'impresa A se: (1) controlla direttamente l'impresa B, che a sua volta controlla l' x dei voti dell'impresa A; (2) controlla direttamente l'impresa C che a sua volta controlla l'impresa B (o una sequenza di imprese che riportano all'impresa B, ognuna delle quali controlla l'impresa successiva), la quale controlla direttamente l' x dei voti dell'impresa A. Un gruppo di società formano una "catena di controllo" se ogni impresa controlla l'impresa consecutiva. Quindi, un'impresa ha un azionista di controllo se la somma dei diritti di voto diretti e indiretti dell'azionista supera un arbitrario valore cutoff, che ad esempio può essere del 20% o del 10% (La Porta et al., 1999). Questi shareholder di maggioranza tipicamente tendono a mantenere nel tempo le proprie azioni, e quindi soltanto le quote minoritarie vengono scambiate sul mercato azionario. Tale tipologia di struttura proprietaria, per sua natura, oppone maggiore resistenza ad eventuali scalate ostili oppure a battaglie delle deleghe; solitamente queste imprese tendono ad essere più stabili nel tempo rispetto alla prima tipologia perché il prezzo delle loro azioni non è determinato dalle decisioni di investimento, ma dal valore in sé dell'impresa. Tuttavia, è emerso che abbiano maggiori difficoltà ad avere accesso al capitale rispetto alle imprese con tanti azionisti;

- "Family firm", società dove una famiglia o un suo membro è l'azionista di controllo. Non vi è un'unica definizione di impresa familiare. Secondo una definizione più ampia l'impresa familiare si caratterizza dal fatto che la famiglia dispone del controllo sulla strategia operativa e partecipa alla gestione della società. In questa definizione vi sono tre elementi principali: la proprietà della famiglia, l'influenza della famiglia su strategia e la partecipazione attiva della famiglia al business d'impresa. Una definizione intermedia prevede, oltre ai criteri precedenti, che il top management sia affidato al socio fondatore dell'impresa o un suo discendente. Ciò significa che il CEO o la maggior parte dei soggetti presenti nel Consiglio di Amministrazione abbiano un legame di parentela con la famiglia detentrici del controllo dell'impresa. L'ultima definizione, che si può definire "ristretta", prevede ulteriori tre criteri: più di una generazione della famiglia deve essere coinvolta nella società, i membri della famiglia devono essere

coinvolti in attività di gestione ed infine più di un membro della famiglia deve ricoprire ruoli manageriali (Astrachan e Shanker, 2003).

Vediamo adesso quali possono essere i vantaggi di avere una struttura più o meno concentrata e successivamente sarà necessario evidenziare i benefici e i costi di un'impresa familiare.

Il modo più diretto di allineare i diritti di controllo e quelli dei dividendi è di concentrare l'azionariato. Questo significa che uno o più investitori possiedono una sostanziale quota dell'impresa, come il 10% o il 20%. Possedendo una quota azionaria rilevante, infatti, tali azionisti hanno l'incentivo di chiedere informazioni e di monitorare il management, riducendo il problema noto del free-riding; inoltre, hanno anche la possibilità, attraverso i loro diritti di voto, di mettere pressione al management attraverso i "takeover" o "le proxy fight" (Shleifer e Vishny, 1986b). Nei casi più estremi possono addirittura avere il controllo dell'impresa e del management della stessa con una quota superiore al 51%. I "large shareholders" possono quindi ridurre i problemi di agenzia, avendo in generale, come fine ultimo, la massimizzazione del profitto, e disponendo del controllo necessario affinché i loro interessi vengano rispettati. Diverse evidenze empiriche sostengono il ruolo della concentrazione proprietaria nel disciplinare i rapporti tra azionisti e management. In Germania Franks e Mayer (1994) ritengono che azionariati concentrati sono associati a più alti turnover del top-management. In Giappone Kaplan e Minton (1994) e Kang e Shivdasani (1995) evidenziano che le imprese con grandi azionisti sono più propense a rimpiazzare i manager in seguito a performance negative; inoltre i "large shareholders" riducono le spese a discrezione del management, ad esempio spese in pubblicità, in Ricerca e Sviluppo e altre spese non legati strettamente al business. Tutte questi studi empirici supportano l'idea che la concentrazione proprietaria abbia un ruolo rilevante nella corporate governance (Shleifer e Vishny, 1986b).

È necessario, tuttavia, evidenziare che il potere dei grandi azionisti di esercitare i loro diritti di voto dipende fortemente dal grado di protezione legale degli stessi. La struttura proprietaria maggioritaria funziona solamente se il meccanismo di voto funziona, in modo tale che la maggioranza proprietaria possa avere il controllo sulle decisioni dell'impresa. Tutto questo richiede un piccolo "enforcement" da parte delle corti, in quanto è facile accertare la maggioranza raggiunta (51%) e non è necessario contare i voti se gli azionisti

di controllo hanno espresso il loro voto. In presenza di un azionariato disperso, i problemi sono più complicati in quanto i piccoli azionisti devono stringere alleanze tra di loro o con altri investitori esterni per esercitare il controllo. Il potere del management di interferire nelle alleanze, in quest'ultimo caso, è estremamente elevato. Per questa ragione, l'azionariato disperso è molto più presente nei Paesi con forti e sofisticati sistemi legali, mentre nei Paesi dove il sistema legale risulta essere debole è consuetudine trovare azionariati altamente concentrati.

I benefici dei "large shareholders" sono evidenti: hanno l'interesse di monitorare il management in modo da garantirsi un ritorno dal loro investimento e soprattutto hanno il potere di farlo. Tuttavia, ci sono diversi costi che derivano da questa tipologia di struttura proprietaria. Innanzitutto, i grandi azionisti, a differenza dell'azionariato disperso, non sono diversificati e sostengono rischi eccessivi (Demsetz e Lehn, 1985). Comunque, siccome la proprietà nella maggior parte del Mondo è assai concentrata, la mancanza di diversificazione non risulta essere un problema critico.

Un problema più importante risiede nel fatto che gli azionisti di maggioranza tipicamente non perseguono gli interessi degli altri stakeholder dell'impresa, ovvero gli interessi degli azionisti di minoranza, dei dipendenti e dei manager. Nell'utilizzo dei suoi diritti di controllo, per perseguire i suoi interessi, ovvero la massimizzazione del suo benessere, l'azionista di maggioranza può redistribuire la ricchezza dell'impresa agli altri stakeholder in maniera più o meno efficiente. Pertanto, si può identificare un potenziale costo relativo alla presenza di "large shareholder": l'espropriazione degli azionisti di minoranza, dipendenti e manager, attraverso il perseguimento di interessi personali a scapito della massimizzazione del profitto dell'impresa. Gli azionisti di maggioranza possono fare ciò poiché tipicamente i loro diritti di controllo eccedono di gran lunga i loro diritti al dividendo. Questo può avvenire se possiedono azioni con diritto di voto plurimo, e quindi non è presente la regola one share-one vote, oppure se controllano l'impresa attraverso una struttura piramidale. (Grossman e Hart, 1988; Harris e Raviv, 1988). In questi casi, gli azionisti di maggioranza sono propensi ad espropriare gli altri investitori, non pagando dividendi e guadagnando solo essi stessi; infatti, possono assegnarsi dividendi speciali e sfruttare relazioni commerciali con altre imprese che controllano. Le "greenmail" e il

riacquisto di azioni proprie sono esempi di strumenti in mano agli azionisti di controllo. (Dann e DeAngelo, 1983).

Poche evidenze empiriche hanno posto l'attenzione sul grado di espropriazione degli azionisti di minoranza. Tuttavia, il fatto che le azioni aventi diritto di voto superiore sono scambiate sul mercato azionario con un "premium price" è evidenza della presenza di significativi benefici privati del controllo, a scapito degli azionisti di minoranza. In Svezia e in America, dove il "premium price" è il più basso in assoluto, non è stata trovata una significativa evidenza dell'espropriazione degli azionisti (Bergstrom e Rydqvist (1990) per la Svezia; Barclays e Holderness (1989,1992) per gli Stati Uniti). Viceversa, in Italia Zingales (1994) evidenzia una correlazione positiva tra espropriazione degli azionisti di minoranza e premio di voto. Altre evidenze sui benefici privati del controllo e sulla potenziale espropriazione dei "minority shareholders" provengono dagli studi sulla relazione tra struttura proprietaria e performance dell'impresa. Morck et al. (1988b) mostrano una relazione tra concentrazione proprietaria e profittabilità dell'impresa, misurata con l'equazione di Tobin's Q. Gli autori trovano che la profittabilità cresce nel range della struttura proprietaria tra 0% e 5%, e poi decresce successivamente. Una possibile interpretazione è che, consistente con la letteratura sui problemi di agenzia, la performance migliora con il crescere della concentrazione proprietaria; ad un certo punto, tuttavia, gli azionisti di controllo risultano avere troppo potere e preferiscono utilizzare l'impresa per avere benefici personali non condivisi con gli altri azionisti. In linea con questo studio, in Germania e in Giappone è emerso che le banche ricevono ingenti rendite dal controllo che hanno sulle imprese industriali, a scapito anche qui degli altri investitori di minoranza. Rajan (1992) sostiene che le banche estraggono benefici dalle imprese avendo dei vantaggi informativi rispetto agli altri investitori. Weinstein e Yafeh (1994) ritengono che le imprese, aventi una banca come azionista principale, pagano più alti tassi di interesse rispetto alle altre imprese.

Il problema dell'espropriazione diventa potenzialmente più rilevante nel momento in cui nell'impresa sono presenti differenti tipologie di investitori con diritti sul cash-flow che possono essere in contrasto tra di loro. Ad esempio, se l'azionista di controllo è un equity-holder, questo potrebbe avere l'incentivo ad intraprendere progetti di investimento altamente rischiosi ma profittevoli; in caso di fallimento i creditori sopporterebbero gran

parte dei costi legati al fallimento (Jensen e Meckling, 1976). In alternativa, se il “large investor” è un creditore, questo potrebbe forzare l’impresa a rinunciare a progetti di investimento profittevoli perché sopporterebbe una parte dei costi, mentre i benefici maturerebbero a favore degli shareholders (Myers, 1977). Infine, i “large investors” avrebbero un maggiore incentivo a redistribuire i guadagni ai dipendenti, piuttosto che trattenerli per sé stessi, rispetto a come si comportano i manager (Shleifer e Summers, 1988).

In generale l’espropriazione risulta essere deleteria per l’efficienza dell’impresa perché può provocare effetti negativi sugli incentivi di manager e dipendenti. Infatti, questi potrebbero ridurre il loro effort produttivo nel caso in cui il monitoring da parte degli azionisti di controllo o di grandi investitori esterni si riveli estremamente eccessivo oppure quando possano essere rimossi facilmente dai loro incarichi con conseguente perdita delle rendite. Infatti, l’idea è che un “large investor” non sia in grado di impegnarsi a non estrarre benefici a scapito del management ex-post, e questo risulta avere un impatto negativo ex-ante sugli incentivi dei manager e dei dipendenti. Quando il target dell’espropriazione è un altro investitore, l’effetto immediato è la diminuzione di finanziamenti esterni a disposizione dell’impresa. In molti Paesi, quindi, non essendoci una protezione forte sui diritti degli investitori minoritari, è usuale la presenza di azionisti di controllo nella forma di famiglie o banche. Da una parte, questa tipologia di struttura di governance ha il vantaggio di controllare l’operato del management, dall’altra, tuttavia, lascia gli interessi dei piccoli investitori o degli azionisti di minoranza non protetti, con la conseguenza che questi non hanno l’incentivo di investire nelle imprese. Per questi motivi, i Paesi dell’Europa Continentale, come Italia, Germania e Francia, dispongono di piccoli mercati azionari. A riguardo, l’esistenza di un mercato azionario assai sviluppato in Giappone, a dispetto di una debole protezione degli azionisti di minoranza, è una questione ancora irrisolta. L’esempio del Giappone può portare a cambiare punto di vista sul ruolo disciplinante dei grandi investitori, che spesso risultano essere troppo “buoni” piuttosto che essere “severi”. Infatti, come evidenziano Edwards e Fischer (1994), le banche tedesche non svolgono un ruolo attivo nella Corporate Governance come ci si aspetta, dato il loro potere e controllo sulle imprese industriali. In secondo luogo, i grandi investitori, come le banche, se non soffrono direttamente dei problemi di agenzia, non

hanno l'incentivo ad effettuare l'azione di monitoring. In sintesi, quindi, la concentrazione proprietaria ha effetti sicuramente positivi sulla corporate governance, tuttavia genera altri problemi di agenzia e di espropriazione dovuta all'eccessiva concentrazione delle quote azionarie in mano a pochi soggetti.

Una terza tipologia di struttura proprietaria, che risulta appartenere alla categoria delle "closely-held companies", è l'impresa familiare nella quale l'azionista di controllo è una famiglia o un suo membro. Innanzitutto, è importante capire quale sia il grado di influenza della famiglia su un'impresa, ovvero l'impatto della famiglia sulle strategie, sul business, sul successo o l'eventuale fallimento dell'impresa. Astrachan et al. (2002) propongono di misurare questa influenza sotto tre aspetti principali: potere, esperienza e cultura. Con potere si fa riferimento alla quota del capitale in mano alla famiglia e al numero di membri familiari nel Consiglio di Amministrazione e nel management dell'impresa. Con esperienza si allude all'esperienza maturata dall'impresa, indicata dal numero di generazioni della famiglia presenti all'interno dell'impresa. Infine, per cultura si intende l'insieme della vision, mission e dei valori che caratterizzano l'impresa familiare.

Le imprese familiari dominano lo scenario delle principali economie nel Mondo e risultano avere un ruolo determinante nella crescita economica e sociale di molti Paesi. Una delle caratteristiche che rende differente il modello di business familiare da quello non familiare è la sovrapposizione fra impresa e famiglia. Il contributo maggiore in questo ambito è quello proposto da Tagiuri e Davis (1992). I due autori rappresentano l'impresa familiare come l'intersezione di tre sistemi separati ma sovrapposti e interdipendenti. Ogni sistema ha le proprie prerogative, funzionalità, ruoli, responsabilità e vi sono uno o più sistemi formali (o informali) che sono utilizzati nel processo decisionale e guidano l'influenza reciproca fra i differenti sistemi. In particolare:

- il sistema "impresa" comprende la missione e le strategie, la cultura organizzativa, i processi di business e le tecnologie;
- il sistema "proprietà" comprende il "shareholders value", la struttura proprietaria, la Governance e il Board, il sistema legale e regolamentare;
- il sistema "famiglia" include gli obiettivi, i valori, le esperienze, le relazioni e la comunicazione della famiglia.

All'interno di questi tre sistemi viene posta particolare attenzione su differenti aspetti. Nel sistema "famiglia" il fine ultimo è quello di formare e educare i soggetti all'interno dell'impresa e di trasmettere i principali valori della stessa; nel sistema "proprietà" il focus è sulla Governance dell'impresa e sul creare valore per gli azionisti; infine, nel sistema "impresa" un ruolo determinante è relativo al processo decisionale e ai rapporti che intercorrono tra i diversi soggetti. L'influenza e l'interazione fra i tre sistemi, pur essendo la caratteristica principale del business family, è fonte di generazione di problemi fra gli attori coinvolti all'interno di tale tipologia di impresa. Le variabili influenzate particolarmente dalla sovrapposizione della sfera familiare e d'impresa, sono:

- Le politiche di remunerazione del socio-fondatore e dei suoi parenti; la logica familiare tende a retribuire in funzione degli interessi dei soggetti mentre la logica societaria retribuisce in relazione al background e al percorso professionale dei soggetti;
- Le politiche di remunerazione degli investitori esterni all'impresa;
- Le politiche di selezione e di valutazione dei membri appartenenti alla famiglia; in questo caso, essendoci il trade-off tra l'assunzione di soggetti competenti e/o membri della famiglia, la valutazione nella logica familiare tende a non fare differenze tra i membri della famiglia, mentre la logica aziendale tende a scegliere i soggetti in base alle prestazioni;
- Lo svolgimento dei processi di successione del Chief Executive Officer (CEO);
- Le scelte di crescita e sviluppo dell'impresa e formazione dei collaboratori;
- La composizione degli Organi di governo societario.

Pertanto, si possono identificare tre concezioni dei rapporti tra impresa e famiglia: (1) L'impresa è sovrapposta alla famiglia; (2) La famiglia prevale sull'impresa; (3). L'impresa ha una sua autonomia dalla famiglia. Nella prima ipotesi "l'impresa non è riconosciuta come un istituto autonomo rispetto alla famiglia" (Corbetta, 1995) e quindi non vi è una distinzione fra famiglia e impresa. La seconda concezione presuppone il riconoscimento di entrambe le entità, tuttavia la famiglia con i suoi obiettivi, comportamenti e le sue norme tende a prevalere sull'impresa. Nella terza concezione le esigenze e gli interessi delle due entità sono autonomi, consentendo uno sviluppo parallelo di entrambe.

A questo punto, occorre presentare i possibili vantaggi, nonché i potenziali limiti del family business, e inoltre capire quale influenza possa avere il grado di coinvolgimento della

famiglia nella gestione e nella proprietà sui risultati dell'impresa. Le evidenze teoriche che trattano il tema in questione sono abbastanza numerose, evidenziando aspetti sia positivi sia negativi del family business. Appare, dunque, evidente che la presenza di una famiglia nella proprietà e/o nel top management può essere un vantaggio e/o uno svantaggio per la competitività dell'impresa stessa. A livello empirico, le ricerche effettuate sia a livello nazionale e internazionale non sono state in grado di definire in modo chiaro il segno della correlazione tra family business e performance: è stata anche condotta un'analisi separando i due aspetti, proprietà e gestione, quindi considerando da una parte il coinvolgimento della famiglia nella proprietà, e dall'altra il coinvolgimento della stessa nel management, ma in ambedue i casi il legame con la performance aziendale non risulta essere chiara e univoca. Per questo motivo, risulta essere chiaramente impossibile stabilire se vi siano maggiori (minori) benefici rispetto ai costi nell'impresa familiare e ciò è dovuto alle caratteristiche specifiche insite in ogni realtà aziendale, alle differenze tra i diversi settori di appartenenza e al contesto politico ed economico-finanziario relativo (Gallucci e Navi, 2011). Analizzando i risultati della letteratura, è possibile stabilire comunque quali siano i principali vantaggi e svantaggi dell'impresa familiare. Tra i punti di forza del family business si menzionano i seguenti aspetti:

- La riduzione dei costi di agenzia legati al rapporto tra management e azionisti; scaturiscono altre tipologie di costi d'agenzia ma in ogni caso vi è la minore tendenza dei membri della famiglia impegnati nella società a comportarsi in maniera opportunistica;
- L'obiettivo ultimo del socio-fondatore che, non riguarda soltanto la massimizzazione del profitto dell'impresa, ma anche la massimizzazione del valore dell'impresa da preservare e trasmettere alle generazioni future;
- La visione prospettica della famiglia che si esplica in strategie di lungo periodo, mirate alla creazione sostenibile e duratura del valore dell'impresa. In tal senso, le imprese familiari risultano soffrire meno della cosiddetta "miopia degli investimenti", in quanto sono più propense a definire investimenti efficienti poiché sono in grado di contenere il rischio marginale e il costo correlato e riescono a instaurare rapporti di fiducia con i fornitori esterni;
- i valori, l'esperienza e la cultura organizzativa che risultano avere un ruolo importante per la famiglia e per i suoi rapporti con gli stakeholder dell'impresa.

Tuttavia, sono presenti anche diversi aspetti limitanti all'interno del contesto dell'impresa familiare, e tali aspetti sono i seguenti:

- Il minor monitoring effettuato dagli istituti finanziari e in generale dal “market for corporate control”, in quanto le quote dell'impresa familiare sono in mano tipicamente al socio-fondatore e solitamente non vengono scambiate nei mercati azionari. Questo rende i mercati stessi poco liquidi e sviluppati;
- La minor competenza dei membri familiari, ai quali vengono spesso affidati ruoli importanti nel Consiglio di Amministrazione e nel top management dell'impresa. Per questo motivo, spesso, manager capaci e competenti non riescono ad entrare nelle imprese familiari e a sostituire i membri della famiglia incapaci; questo comporta una minore competitività sul mercato dei manager;
- Il protezionismo della famiglia può rappresentare un limite alla crescita dell'impresa; questo si esplica nella scarsa apertura dell'impresa al capitale di investitori esterni e quindi a rinunciare spesso a progetti di investimento profittevoli, data la mancanza di capitale. Inoltre, l'azionariato di un'impresa familiare risulta essere poco diversificato rispetto alle altre tipologie di imprese, con conseguenti perdite di profitto più probabili;
- L'eccessivo accentramento di controllo e gestione nelle mani del socio-fondatore può portare quest'ultimo ad assumere comportamenti opportunistici nei confronti degli azionisti di minoranza, che possono essere espropriati dalle principali decisioni aziendali e soprattutto dai loro diritti a percepire dividendi;
- I conflitti che possono sorgere tra gli azionisti familiari e la famiglia esterna all'impresa.

In relazione a questi aspetti negativi, le imprese familiari fanno ricorso, oltre ai meccanismi già citati in precedenza a meccanismi di governo che permettono di disciplinare il rapporto tra l'impresa e la famiglia stessa. In particolare, si fa riferimento all'Assemblea e al Consiglio di famiglia, analoghi rispettivamente all'assemblea degli azionisti e al Consiglio di amministrazione. Nell'assemblea di famiglia viene discussa ogni attività familiare relativa ad un determinato periodo di tempo e viene promosso un dialogo costruttivo riguardo ai valori condivisi dalla famiglia, ovvero la vision e la mission. Nel Consiglio di famiglia vengono stabilite le politiche e le regole che dovranno essere successivamente approvate dall'Assemblea di famiglia, la quale spesso delega al Consiglio il potere di

prendere decisioni per suo conto. Il consiglio di famiglia si interfaccia con il CdA al fine di allineare gli obiettivi della famiglia con quelli degli azionisti (ad esempio sottopone all'approvazione del CdA le decisioni e le politiche che riguardano la società, come la remunerazione dei membri familiari). In aggiunta è suo compito risolvere eventuali conflitti familiari interni che possono influenzare negativamente la competitività dell'impresa. Il Consiglio di famiglia è il principale meccanismo che consente di alleviare i problemi di agenzia di quarto tipo, ma può mitigare anche i problemi di agenzia di secondo tipo facendo in modo che solo i membri della famiglia che soddisfano determinati requisiti possono avere incarichi come manager nell'impresa. Inoltre, può attenuare anche i problemi di agenzia di terzo tipo stabilendo regole in base alle quali i familiari possono agire da creditori e quindi limitare i finanziatori esterni.

CAPITOLO 2: POLITICHE DEI DIVIDENDI

2.1 Corporate governance e politica dei dividendi: Outcome model vs Substitution model

Le tematiche di corporate governance descritte in precedenza hanno un rilevante impatto anche sui processi decisionali relativi alla politica dei dividendi. Quest'ultima ha come obiettivo la definizione dei flussi di cassa da corrispondere agli shareholder nel tempo, al fine di assicurare una remunerazione adeguata al rischio sostenuto dagli azionisti e contestualmente garantire un'efficiente gestione del rischio liquidità dell'impresa stessa.

Quando si tratta il tema della politica dei dividendi emerge in modo chiaro come la capacità di questa di creare valore in una visione di crescita continua e sostenibile sia meno evidente rispetto alla politica degli investimenti piuttosto che alla politica di struttura finanziaria.

La politica degli investimenti infatti ha un impatto consistente sulla crescita sostenibile di un'impresa puntando ad assicurare una crescita delle vendite e della loro redditività marginale e avendo attenzione a non incrementare in modo smisurato il capitale investito. Dall'altra parte la politica di struttura finanziaria influisce sulla crescita d'impresa attraverso la definizione del costo delle fonti di finanziamento, il WACC, con l'obiettivo di ridurlo in maniera tale da garantire tuttavia un adeguato livello del rischio liquidità.

La politica dei dividendi può in ogni caso contribuire a una crescita sostenibile, permettendo un facile accesso al mercato azionario e obbligazionario, fidelizzando e diversificando il rischio per gli azionisti. Una giusta remunerazione dell'investimento degli shareholder consente, infatti, il consolidarsi di una solida base di azionisti ai quali rivolgersi per finanziare ulteriori investimenti. È inoltre doveroso ricordare che il valore dell'equity coincide con il valore attuale dei flussi di cassa attesi (dividendi) e che la dividend policy è espressione proprio di questo cash flow che dipende dalla capacità dell'impresa di generare cassa nel tempo. La politica dei dividendi, quindi, ha la finalità di manifestare ai mercati finanziari la sostenibilità di un livello di remunerazione degli azionisti nel tempo in ragione delle performance dell'impresa segnalando al mercato la capacità della stessa di

generare cassa e di remunerare in modo appropriato gli azionisti e riducendo così l'asimmetria informativa tra l'impresa e il mercato.

È importante, a questo punto, capire quale sia il legame tra dividend policy e corporate governance, secondo quattro aspetti principali:

- Sistema legale;
- Consiglio di Amministrazione;
- Struttura proprietaria;
- Compensazione del top management.

1. Sistema legale

Secondo la teoria dell'agenzia, la politica dei dividendi è in grado di ridurre i costi d'agenzia che si generano a causa del rapporto conflittuale tra azionisti e management o tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. In ogni caso però la sua efficacia dipende fortemente dal tipo di sistema legale all'interno del quale le imprese operano.

La Porta et al. (2000) asseriscono che i paesi con sistemi legali "common law", come USA e UK, garantiscono una maggiore protezione agli azionisti "outsiders" i quali, attraverso la politica dei dividendi, possono estrarre più facilmente la liquidità generata dall'impresa. Dall'altra parte, invece, nei sistemi legali "civil law", come in Italia e in Germania, la protezione degli outsider è più bassa e questo facilita gli insider ad estrarre benefici privati a scapito degli outsider.

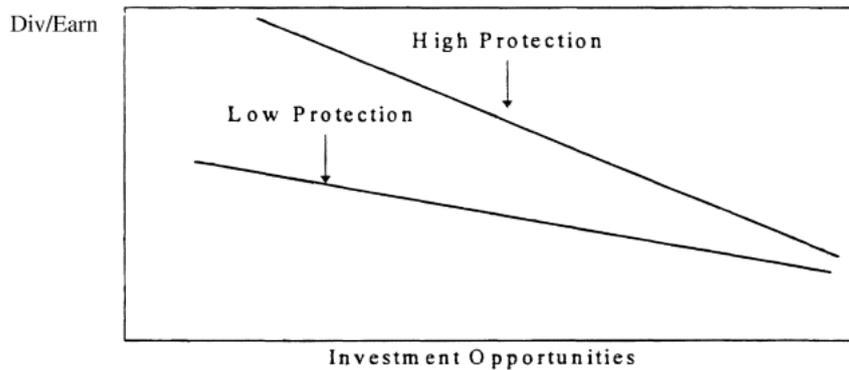
LLSV hanno sviluppato due modelli relativi al rapporto che intercorre tra politica dei dividendi e sistema legale: l'*outcome model* e il *substitution model*.

L'*outcome model* sostiene che nei paesi con un efficace sistema legale gli outsider sono in grado di "obbligare" gli insider a distribuire i dividendi, riducendo così i costi di agenzia; infatti, maggiore è la protezione, maggiore è la possibilità per gli azionisti esterni di forzare la distribuzione dei dividendi, scoraggiando quindi il manager o gli azionisti di controllo ad estrarre benefici privati. Pertanto, gli outsider possono, attraverso il loro potere di voto, rimpiazzare i consiglieri d'amministrazione, favorire le scalate ostili vendendo le loro azioni oppure intraprendere azioni legali. Sotto questa prospettiva, i dividendi sono il risultato di un efficace sistema di protezione legale per gli azionisti. In un sistema efficace, infatti, gli

azionisti di minoranza utilizzano i loro poteri legali per forzare il management a distribuire i dividendi, e quindi precludere gli insider dall'utilizzo di una più alta frazione di liquidità dell'impresa per benefici personali. Gli azionisti possono fare ciò votando membri del Consiglio di amministrazione che offrono una migliore politica dei dividendi, vendendo azioni a potenziali raider esterni oppure portando in giudizio le società che sprecano troppe risorse in attività a vantaggio solo degli insider. In aggiunta, una buona protezione degli investitori rende la diversione degli asset societari legalmente più rischiosa e molto più costosa per gli insider, con la conseguente maggiore propensione nell'erogare dividendi. Maggiori, quindi, sono i diritti degli azionisti di minoranza, e maggiore è l'estrazione di cash dalle imprese sottoforma di dividendi. È importante osservare che gli azionisti non possiedono specifici diritti sui dividendi, ma piuttosto hanno a disposizione diritti di voto più generali per opporsi all'espropriazione da parte degli insider. Un chiaro esempio dagli Stati Uniti è Kirk Kerkorian, il quale ha forzato Chrysler Corporation ad erogare i suoi dividendi nel 1995-1996. Come azionista di maggioranza in Chrysler, Kerkorian non possedeva diritti specifici sui dividendi, ma ha utilizzato il meccanismo di voto per piazzare dei membri, a lui associati, nel Consiglio di Amministrazione, e pertanto è riuscito a forzare il board a distribuire dividendi.

In una cross-section di paesi con differenti qualità di protezione legale, l'implicazione che una migliore protezione legale sia associata a dividend payout più alti risulta essere testabile. Si consideri un paese con una buona protezione degli azionisti, e si mettano a confronto due imprese: una con buone opportunità di investimento e una con basse opportunità di investimento. Gli azionisti, che si sentono protetti dal sistema legale, accettano bassi dividend payout, e alti tassi di reinvestimento, nell'impresa con buone opportunità di investimento perché sono consapevoli che nel lungo periodo potranno estrarre elevati dividendi. Viceversa, all'impresa matura con basse opportunità di investimento non verrà permesso di investire in maniera non profittevole. Di conseguenza, nel caso di buona protezione legale, le imprese in crescita avranno bassi dividend payout rispetto a quelle mature. Al contrario, se la protezione degli azionisti è bassa, non necessariamente vi è tale relazione tra payout e crescita, tuttavia, gli azionisti cercheranno di estrarre il più possibile immediatamente.

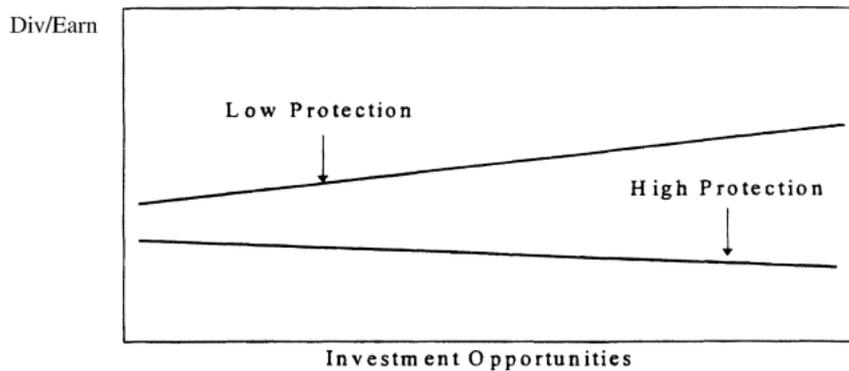
Figura 2 Outcome model of dividends



Fonte: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., Agency Problems and Dividend Policies Around the World, The Journal of Finance, 2000

Il *substitution model* parte dal presupposto che gli outsider possono ottenere un vantaggio in quanto gli insider sono obbligati a ricorrere al mercato dei capitali per finanziare gli investimenti. Per reperire finanziamenti dal mercato, gli insider devono costruirsi una reputazione tale da essere considerati protettori degli interessi degli azionisti; questa reputazione è tanto più importante quanto minore è la protezione offerta dal sistema legale agli outsider. Ne discende che il flusso dei dividendi sarà maggiore tanto minore è la protezione legale degli outsider in quanto gli insider si sostituiscono al sistema legale nel proteggere gli azionisti. Al contrario, nei paesi con elevata protezione legale degli azionisti, il bisogno del meccanismo della reputazione è basso e quindi non vi è il bisogno di distribuire dividendi. Da questo punto di vista, quindi, imprese con alte prospettive di crescita hanno un forte incentivo a stabilire una reputazione dal momento che hanno bisogno di elevati finanziamenti esterni; per questo motivo, imprese in crescita scelgono alti livelli di dividend payout rispetto a imprese con basse opportunità di crescita. In ogni caso, imprese in crescita hanno comunque bisogno di fondi rispetto alle imprese mature, pertanto la relazione tra prospettive di crescita e dividendi è ambigua.

Figura 3 Substitute model of dividends



Fonte: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., Agency Problems and Dividend Policies Around the World, The Journal of Finance, 2000

LLSV hanno applicato i due modelli ad un campione di circa 4000 società in paesi diversi ed è emersa una maggiore attendibilità dell'outcome model. A prescindere dal modello a cui si fa riferimento, gli studiosi concordano in ogni caso sul fatto che i sistemi legali influiscano sulle scelte di politica di distribuzione dei dividendi delle società.

2. Consiglio di Amministrazione

Per approfondire l'analisi sulla relazione tra governo d'impresa e politica dei dividendi è necessario capire quale sia l'impatto della struttura del consiglio di amministrazione sulle scelte in materia di dividendi, ponendo l'attenzione in particolar modo sul ruolo degli amministratori indipendenti.

Secondo l'*outcome model*, più alto è il numero di consiglieri indipendenti, maggiore è l'azione di controllo sull'attività del management e di conseguenza maggiore è il livello dei dividendi.

Secondo il *substitution model*, il management distribuisce minori dividendi se la corporate governance è più debole; pertanto all'aumentare del numero di amministratori indipendenti, i dividendi distribuiti diminuiscono.

Vi sono poche evidenze empiriche relative a questo argomento: l'unico studio è quello di Hu e Kumar (2004) che evidenzia una relazione positiva tra il numero di amministratori indipendenti e il livello di dividendi pagati, confermando la validità dell'*outcome model*.

3. Struttura proprietaria

Le teorie tradizionaliste di corporate governance asseriscono che la presenza di azionisti di controllo, definiti *block shareholder*, favorisce una migliore azione di *monitoring* sul management riducendo così i costi di agenzia derivanti dal rischio di opportunismo da parte dei manager. Non risulterebbe quindi necessario per gli azionisti utilizzare la politica dei dividendi per disciplinare il comportamento del management, avendo a disposizione altri strumenti, come il diritto di voto e la presenza nel consiglio di amministrazione.

In sintesi, le imprese con azionariato concentrato non ricorrono alla dividend policy al pari delle imprese con azionariato diffuso per mitigare i costi di agenzia. Questa affermazione è confermata dallo studio condotto da Hu e Kumar (2004), che evidenzia una relazione negativa fra concentrazione proprietaria e dividendo pagato. Georgen et al. (2003), in una loro analisi, dimostrano che le società tedesche, caratterizzate da azionariati concentrati e dalla presenza forte delle banche, sono meno riluttanti rispetto alle società americane, caratterizzate da azionariati diffusi, a ridurre o addirittura tagliare i dividendi in un determinato anno. A sostegno di questo studio, Dwenter e Warther (1998) osservano che le società giapponesi, caratterizzate dall'essere appartenenti ai Keiretsu, sono meno riluttanti a ridurre il livello dei dividendi e la reazione del mercato, a seguito del taglio dei dividendi, è meno punitiva rispetto al contesto americano. In Giappone la presenza forte delle banche nell'azionariato delle società mitiga le asimmetrie informative e i costi d'agenzia, mettendo in secondo piano l'utilità della dividend policy quale strumento di monitoring.

La concentrazione proprietaria ha inoltre un'influenza rilevante sul ruolo della politica dei dividendi quale strumento di *signalling*. Bancel e Mittoo sostengono che nei paesi orientati al mercato l'effetto segnaletico della dividend policy è altamente importante, mentre nei sistemi orientati agli intermediari finanziari è inferiore. Questo risultato è in linea con quanto descritto nel capitolo precedente: infatti, nei sistemi orientati agli intermediari finanziari il ruolo delle banche all'interno del management aziendale è assai rilevante; questo si traduce in un maggior controllo dell'operato dei manager e in una riduzione delle asimmetrie informative, comportando un minor utilizzo della dividend policy come strumento di *signalling*.

In questo ambito Jensen e Meckling hanno analizzato l'impatto della presenza del management nell'azionariato dell'impresa: maggiore è la quota azionaria nelle mani del

management e maggiore è l'allineamento degli interessi tra proprietà e controllo; questo comporta una riduzione dei costi d'agenzia e un minore affidamento alla dividend policy. Ad una conclusione leggermente differente giungono Fenn e Liang i quali dimostrano empiricamente che la partecipazione del management nell'azionariato ha un impatto rilevante sulla dividend policy soltanto nelle società caratterizzate da maggiori problemi di asimmetrie informativa e costi di agenzia, ovvero nelle società mature o carenti di progetti di investimento profittevoli. Nelle società non esposte ai problemi di agenzia secondo i due studiosi la partecipazione del management nella struttura azionaria della società non avrebbe un impatto sulla politica dei dividendi.

4. Compensazione del top management

La struttura del pacchetto remunerativo dei manager è uno degli strumenti di governo d'impresa più utilizzati per allineare gli interessi del management a quelli degli azionisti, pertanto la relazione tra politica dei dividendi e meccanismi di retribuzione degli executive è oggetto di studio da parte degli studiosi.

Nei prossimi capitoli verrà approfondita la tematica, tuttavia è possibile elencare i seguenti studi relativi a questo ambito:

- Bhattacharyya et al. (2008) hanno dimostrato che i CEO migliori, generalmente aventi remunerazione più alte rispetto alla media, riescono a trovare progetti di investimento più profittevoli e quindi tendono a reinvestire gli utili generati piuttosto che distribuirli sotto forma di dividendi;
- Lambert et al. (1989) asseriscono che se il pacchetto remunerativo degli executive comprende anche le stock option allora il management risulta essere meno incline a distribuire i dividendi. Infatti, gli studiosi sostengono che all'aumentare del livello di dividendi il valore delle azioni diminuisce, pertanto sono più propensi a reinvestire gli utili generati in investimenti profittevoli con l'obiettivo di far aumentare il prezzo delle azioni;
- Hu e Kumar (2004) sostengono che i manager la cui compensazione è legata a strumenti non legati al prezzo delle azioni, come lo stipendio fisso, sono più propensi ad erogare dividendi, in quanto tendono a compensare eventuali decisioni strategiche sbagliate con una generosa distribuzione di dividendi.

2.2 Modelli teorici in tema di dividendi

La politica dei dividendi è una delle tematiche di economia e finanza tra le più studiate e irrisolte. Black (1976) scriveva “...the harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together”. Ancora oggi Brealey e Myers includono la politica dei dividendi tra i dieci problemi irrisolti della finanza aziendale.

Numerosi sono i contributi teorici che si sono susseguiti nel tempo: Miller e Modigliani (1961) sviluppano la teoria dell’irrelevanza della politica dei dividendi, alla quale si collega la teoria delle preferenze fiscali; Bhattacharya (1979), Miller e Rock (1985) considerano la politica dei dividendi come strumento per dare un segnale al mercato (“The signalling theory”); Easterbrook (1984) e Jensen (1986) legano la politica dei dividendi alla teoria dell’agenzia; infine va menzionato, tra tutti gli studi empirici, il modello di Lintner.

2.2.1 Modigliani-Miller e la teoria della preferenza fiscale

Modigliani e Miller sono stati tra i primi ad analizzare il tema della politica dei dividendi con la teoria dell’irrelevanza della dividend policy ai fini della creazione di valore per l’impresa. I due studiosi dimostrano che, in un mercato dei capitali perfetto caratterizzato da:

- Assenza di tassazione;
- Assenza di asimmetrie informative fra shareholder e manager e di agency costs;
- Assenza di costi di transazione;
- Razionalità degli operatori del mercato;
- Assenza di costi di disinnesto finanziario;

le scelte di politica dei dividendi delle imprese non hanno un impatto rilevante ai fini della creazione di valore dell’impresa, e quindi della ricchezza degli shareholder.

Tuttavia, in un mercato dei capitali imperfetto bisogna tener conto, ad esempio, della presenza di regimi fiscali e di tassazione differenti tra dividendi e *capital gains*: nasce quindi la *teoria delle preferenze fiscali*, che spiega come la politica dei dividendi sia in grado

di creare valore in virtù dei differenti regimi fiscali tra le due forme di rendimento e le conseguenti preferenze fiscali degli shareholder.

Vi sono due driver da tenere in considerazione per comprendere l'impatto della fiscalità sulle scelte di payout policy: la tassazione sui dividendi e sui *capital gains* (base imponibile e aliquote) e il periodo d'investimento atteso dagli azionisti. Appare scontato come nel momento in cui vi siano differenti regimi fiscali si preferisca una forma di rendimento rispetto all'altra. Tuttavia, anche nel caso in cui la base imponibile e le aliquote siano le stesse, è necessario ricordare che i dividendi sono tassati immediatamente alla distribuzione mentre le plusvalenze da capital gains sono tassate nel momento in cui vengono realizzate. Pertanto, gli azionisti aventi un periodo di investimento di medio-lungo termine, potrebbero preferire che la società non distribuisca dividendi e reinvesta gli utili generati in progetti di investimento profittevoli; tali azionisti infatti pagherebbero un onere tributario effettivo sulle plusvalenze minore rispetto a quello sui dividendi, in virtù del differimento del pagamento.

In sintesi, le società preferiscono una forma di rendimento rispetto all'altra in virtù del minor carico fiscale dei propri shareholder, dando luogo al cosiddetto effetto clientela (dividend clienteles) in base al quale le società distribuiscono maggiori dividendi se la tassazione dei dividendi per la maggior parte dell'azionariato è inferiore rispetto a quella dei *capital gains* e viceversa. Infatti, si possono trovare azionisti che preferiscono dividendi e dall'altra parte società che non distribuiscono affatto dividendi e gli stessi azionisti sembrano completamente d'accordo con tale politica. Data la grande varietà di esigenze, quindi, non deve sorprendere che gli azionisti sono propensi ad investire nelle imprese che sono caratterizzate da politiche dei dividendi in linea con i loro interessi e preferenze. Gli azionisti con elevati scaglioni d'imposta, non avendo interesse nei flussi associati ai dividendi in quanto sarebbero svantaggiati a livello fiscale, preferiscono investire in società che erogano bassi dividendi o che non li pagano per niente. Viceversa, azionisti con bassi scaglioni d'imposta, e che quindi hanno maggiore bisogno di cash, prediligono fornire i loro capitali in società che pagano elevati dividendi. Questo fenomeno per cui un investitore ha la propensione a investire in società, aventi politiche dei dividendi che rispecchiano i loro interessi, è chiamato "effetto clientela". Uno studio di Pettit (1977) ha mostrato l'evidenza della presenza di tale effetto clientela. Infatti, tale studio dimostra

che gli investitori con meno capitali e con un'età maggiore sono propensi a investire in società che pagano dividendi elevati, viceversa investitori giovani e ricchi investono in azioni con dividendi più bassi. Inoltre, i tassi di dividendo mostrano un decremento all'aumentare dello svantaggio fiscale relativo ai dividendi. Pertanto, le principali conseguenze dell'effetto clientela sono le seguenti: per prima cosa, ogni società è caratterizzata dalla tipologia di azionista/investitore che vuole poiché è la politica dei dividendi adottata dalla società che attira un tipo di investitore piuttosto che un altro; in seconda battuta, non è facile per un'impresa modificare una politica dei dividendi consolidata negli anni. Un esempio, in tal senso, sono le imprese del settore telefonico statunitense, che tipicamente hanno distribuito elevati dividendi nel tempo attirando una determinata classe di investitori; nel momento in cui tali società hanno deciso di attuare una politica di diversificazione in altri settori di mercato, e quindi hanno avuto necessità di elevate quantità di cash da reinvestire, non è stato assolutamente scontato e facile dover spiegare una riduzione del livello dei dividendi agli azionisti.

2.2.2 Signalling theory

Spence nel 1974 ha sviluppato la signalling theory partendo dal presupposto che, in presenza di asimmetrie informative, il management di una società manda segnali a coloro che dispongono di meno informazioni (possibili investitori), in modo che quest'ultimi possano prendere decisioni migliori. Tale teoria risulta avere un collegamento anche con la politica dei dividendi.

Bhattacharya, Miller e Rock asseriscono che il management (insider), stabilendo un determinato livello di dividendi e un loro tasso di crescita, mandano un segnale agli investitori esterni (outsider) circa la situazione della società. Infatti, un possibile incremento del livello dei dividendi potrebbe segnalare al mercato una crescita della profittabilità futura dell'impresa. In altri termini, il management fornirebbe informazioni al mercato circa la capacità di sostenere un livello di dividendi superiore al passato, in virtù di maggiori utili futuri. Il segnale solitamente risulta essere credibile in quanto aumentare il livello di payout, ad esempio per imitare il comportamento dei competitor, può

comportare una riduzione futura dello stesso, ma soprattutto una reazione altamente negativa da parte del mercato con effetti rilevanti sul valore delle azioni. Le principali implicazioni, che si possono estrapolare da questo modello, sono le seguenti:

- Le società distribuiscono dividendi per mandare segnali positivi agli investitori;
- Le società sono meno propense a diminuire il livello di dividendi perché questo potrebbe avere una reazione assai negativa da parte del mercato;
- Le società non aumentano il livello dei dividendi fino a che non hanno la certezza di poter mantenere stabile tale livello, pertanto il trend di distribuzione dei dividendi è più smorzato rispetto a quello degli utili;
- In alcuni casi, le società rinunciano a progetti con VAN positivo pur di non tagliare i dividendi.

2.2.3 Teoria dell'agenzia

Un ulteriore campo di applicazione della politica dei dividendi riguarda la relazione di agenzia tra management e azionisti. Due sono i principali contributi teorici: Easterbrook con "Two Agency costs Explanation of dividends" e Jensen con "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers".

Easterbrook alla domanda "what is the effect of a consistent policy of paying dividends?" risponde che i dividendi esistono in quanto influenzano le politiche di finanziamento delle imprese, riducono il cash disponibile e inducono le imprese a cercare nuova liquidità. Secondo l'autore, i manager non sono perfetti agenti degli azionisti e perseguono i propri interessi che solitamente divergono da quelli degli altri attori. Per questo motivo nascono i già citati costi di agenzia che si esplicano in costi di *monitoring*, *bonding* e perdita residuale.

Una forma di agency cost è il costo di monitoring a carico degli shareholder, tuttavia siccome in molti casi l'azionariato è disperso, il singolo azionista non ha l'incentivo ad effettuare il giusto monitoring in quanto il costo è superiore al beneficio per lo stesso (free-riding).

Una seconda tipologia di agency cost è l'avversione al rischio dei manager. Gli azionisti solitamente dispongono di un portafoglio di azioni altamente diversificato, sono quindi neutrali al rischio e preferiscono che i manager investano le risorse in progetti rischiosi ma altamente profittevoli. Dall'altra parte invece i manager, la cui fonte di guadagno dipende fortemente dalle sorti dell'impresa, sono avversi al rischio e scelgono progetti di investimento più sicuri e quindi meno remunerativi. Inoltre, bisogna ricordare che opportunità di investimento più rischiose arricchiscono gli shareholder a spese dei creditori, in quanto gli azionisti non pagano alcuna forma di guadagno ai bondholder, tuttavia questi ultimi prendono comunque parte al rischio di fallimento dell'impresa. I creditori, consapevoli di questa situazione, richiedono tassi di interessi più elevati.

Secondo Easterbrook il problema del monitoring e l'avversione al rischio dei manager sono meno rilevanti se l'impresa è costantemente sul mercato per nuovi capitali. Infatti, quando l'impresa ha bisogno di nuove scorte gli investitori istituzionali e/o altri intermediari finanziari monitorano gli affari dell'impresa a vantaggio degli azionisti e dei possibili investitori. Lo stesso accade quando l'impresa richiede nuovi prestiti alle banche. Per questo motivo la distribuzione dei dividendi consente di ridurre i costi di agenzia in quanto il management si trova a dover raccogliere con maggiore frequenza fondi dal mercato e quindi essere soggetto al monitoring da parte degli investitori istituzionali e delle banche. In sintesi, il principale valore aggiunto nel mantenere costantemente l'impresa nel "market for capital" è l'efficace monitoring effettuato dai fornitori di capitale sui manager.

Un altro contributo di questo filone teorico è quello di Jensen. Quest'ultimo suggerisce che la dividend policy indirizza i problemi di agenzia tra gli insider e gli azionisti esterni. Infatti, minori profitti sono pagati agli azionisti, maggiore è la probabilità che gli insider utilizzino la liquidità per uso personale oppure la investano in progetti poco profittevoli per la società ma in grado di fornire loro benefici privati. Di conseguenza, gli investitori esterni hanno una preferenza per i dividendi piuttosto che per gli utili trattenuti. Le teorie differiscono per quanto riguarda il come gli azionisti esterni attualmente incentivano le imprese ad erogare dividendi, tuttavia, il punto chiave è che la mancanza di distribuzione dei dividendi porta alla diversione o allo spreco delle risorse e delle liquidità dell'impresa. L'approccio basato sull' "agency theory" si discosta dalle assunzioni di Modigliani e Miller, evidenziando due questioni rilevanti. Per prima cosa, la politica di investimento

dell'impresa non può essere indipendente dalla dividend policy, e in particolare, la distribuzione di dividendi può ridurre l'inefficienza degli investimenti. In secondo luogo, l'allocazione di tutti i profitti dell'impresa non viene concessa agli azionisti su base proporzionale, e in particolare gli insider possono aver trattamenti preferenziali attraverso l'"asset diversion", il "transfert prices", pur mantenendo la politica di investimento costante. Nella misura in cui i dividendi sono pagati proporzionalmente, essi beneficiano gli azionisti esterni in relazione alla possibile espropriazione degli utili trattenuti. Pertanto, la distribuzione dei dividendi riduce la disponibilità liquida a disposizione del management, che quindi ha meno possibilità di utilizzare le risorse dell'impresa in impieghi sub-ottimali o aventi benefici diretti per esso, a scapito della società e dei suoi azionisti. Per questo motivo, la dividend policy ha un effetto disciplinante sul comportamento dei manager.

2.2.4 Il modello di Lintner

Il contributo più noto in materia di dividend policy è senza dubbio il modello sviluppato da Lintner nel 1956. Secondo l'autore, la dividend policy è caratterizzata da due principali parametri: (1) il dividend payout ratio target e (2) la velocità con la quale i dividendi correnti vengono aggiustati verso il payout ratio target. In tal senso, si osservano due principali caratteristiche relative alla dividend policy:

- le imprese tendono a definire un dividend payout ratio target in accordo con l'ammontare di progetti di investimento con NPV (valore attuale netto) positivo;
- gli incrementi degli utili non sono sempre sostenibili. Come conseguenza, la dividend policy non cambia fino a che i manager osservano che nuovi livelli di utili sono sostenibili.

Le imprese, quindi, pongono maggiormente l'attenzione sulle variazioni del pay-out ratio piuttosto che sul valore assoluto dei dividendi e modificano il livello dei dividendi da un anno all'altro in modo da stabilirne un trend stabile e/o crescente tendente verso un target del payout ratio, definito a priori. Le società manovrano il livello dei dividendi seguendo le variazioni dei profitti di lungo periodo e, poiché come già detto in precedenza il management è poco propenso a diminuire il pay-out da un anno all'altro, le variazioni

transitorie dei profitti non hanno un'influenza immediata sul dividendo dell'esercizio corrente. Pertanto, è possibile spiegare le decisioni sui dividendi da parte dei manager tramite l'equazione seguente:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

dove:

- $D_{it}^* = r_i \cdot P_{it}$;
- r è il payout ratio target e P_t sono i profitti dell'anno in corso post tassazione;
- ΔD_t è la variazione dei dividendi;
- D_t e D_{t-1} sono l'ammontare dei dividendi pagati negli anni identificati con la datazione t ;
- La sottoscritta i identifica la singola impresa;

D_{it}^* rappresenta i dividendi che l'impresa paga se il dividendo si basa soltanto sul pay-out ratio obiettivo dell'impresa, applicato ai profitti attuali. Il parametro c_i identifica la parte della differenza tra il dividendo target D_{it}^* e il pagamento reale avvenuto nell'anno precedente, che l'impresa vuole in media rispecchiare nel dividendo corrente, come aumento (diminuzione) rispetto al pagamento dell'anno precedente. La costante a_i , secondo lo studio empirico di Lintner, è solitamente positiva in quanto rappresenta da una parte la minore propensione del management a tagliare i dividendi e dall'altra la volontà del management verso una crescita stabile e/o crescente della distribuzione dei dividendi nel tempo. Infine, la variabile u_{it} rappresenta lo scostamento tra ΔD_{it} e quella prevista, in virtù di possibili errori nei valori assegnati ai parametri c e r .

Un' applicazione del modello di Lintner è la seguente:

- Ipotesi: una società ha erogato lo scorso periodo ($t-1$) un dividendo per azione pari a € 4.20 rispetto ad un utile netto di € 7.00. il payout target è pari al 60% e il fattore d'aggiustamento (c) è pari al 50%. L'utile netto dell'esercizio corrente (t) è pari a € 9.0;
- Se la società aggiustasse nell'immediato i dividendi al target payout ratio, dovrebbe erogare un dividendo per azione pari a € 5.4, ovvero pari al 60% dell'utile corrente, con un incremento di €1.2 per azione rispetto all'esercizio precedente.
- Applicando il modello di Lintner, la società erogherà un dividendo per azione pari a € 4.8, ovvero con un incremento di € 0.6 pari al 50% di \$ 1.2.

- Nel caso in cui l'utile per azione negli esercizi successivi restasse stabile a € 9.00, l'incremento nel livello dei dividendi rispetto all'esercizio precedente sarebbe di € 0.3 in $t+1$, € 0.15 in $t+2$ e così via. Pertanto, se il livello degli utili rimane costante nel lungo periodo, la variazione dei dividendi tenderà a zero.

È stata dimostrata da Fama e Blacomin la validità del modello, infatti quest'ultimo è riuscito a spiegare le scelte relative alla dividend policy in circa l'85% delle società analizzate.

CAPITOLO 3 – POLITICHE DI REMUNERAZIONE DEL CEO

3.1 Teorie degli Incentivi e dell'Agenda e schemi di retribuzione del CEO

La remunerazione del top management, in Italia e nel mondo, rappresenta da decenni un tema assai rilevante e controverso. Inoltre, se negli anni è stata sempre posta una certa attenzione sui compensi manageriali, la crisi del 2008 ha provocato un'ulteriore preoccupazione da parte dell'opinione pubblica, degli istituti finanziari e dei regolatori riguardo alla tematica in questione.

Di fronte ad una crisi economica senza precedenti, la maggior parte dei top manager aziendali si è trovata a dover giustificare retribuzioni sempre crescenti e oltremodo incomprensibili, se comparate con le performance aziendali raggiunte. Bisogna ricordare, in aggiunta, che nei paesi anglosassoni la differenza tra la retribuzione del CEO e il salario di un lavoratore medio è addirittura aumentata; questo ha comportato l'intervento da parte della SEC americana (Securities and Exchange Commission), la quale ha posto l'obbligo alle imprese di comunicare il divario retributivo tra compenso del CEO e lavoratore medio appartenenti alla stessa società. Anche nel nostro Paese sono emerse numerose polemiche a riguardo del livello di retribuzione del top-management.

Tuttavia, è necessario soffermarsi, non soltanto sull'ammontare della retribuzione dei manager, ma in generale su come vengono remunerati coloro che gestiscono le società, e quindi capire come è strutturato tipicamente il loro pacchetto retributivo. A tal proposito, risulta fondamentale comprendere il ruolo e la funzione principale della politica remunerativa, descrivendo le varie teorie che si sono succedute nel tempo a partire dal saggio illustrato da Berle e Means (1932).

La letteratura economica degli anni sessanta ha avuta una rilevante influenza sull'evoluzione delle teorie moderne dell'organizzazione di impresa, focalizzando l'attenzione sul ruolo del top management e della crescita aziendale. Questo filone di letteratura si pone in netto contrasto nei confronti delle teorie neoclassiche, non in grado di comprendere l'evoluzione del mercato, il quale diventa più esigente, e soprattutto, la crescita nel mercato delle grandi imprese nelle quali si ha la separazione tra proprietà e

controllo e i manager occupano un ruolo di rilievo. La critica più rilevante è relativa al concetto di impresa price-taker, non capace di avere un impatto sui comportamenti dei soggetti e sugli assetti dei settori. Marris (1964), partendo dalla separazione tra proprietà e controllo concettualizzata da Berle e Means (1932) definisce l'impresa "capitalistica manageriale", nella quale l'azionariato è diffuso e quindi vi sono tanti piccoli azionisti contrapposti alla figura del manager. Da una parte l'obiettivo degli azionisti è quello di massimizzare il valore dell'impresa, dall'altra i manager sono propensi ad aumentare la crescita aziendale per accrescere la loro remunerazione, reputazione e prestigio. Ad un certo punto, stressare la crescita fa diminuire il profitto quindi vi sono dei vincoli per i manager. Gli azionisti, essendo tanti e dispersi, non hanno l'incentivo ad andare contro le decisioni del manager (problema del free-riding), pertanto la soluzione è il mercato del controllo delle imprese ("market for corporate control"). In tal senso, quindi, l'unico strada per incentivare il manager è fargli perdere il posto di lavoro, attraverso il take-over o scalata ostile. Infatti, gli azionisti, iniziando a vendere le proprie azioni, favoriscono l'entrata nell'impresa da parte di altri azionisti esterni, che solitamente sono propensi a cambiare il management; quest'ultimo tiene sotto controllo due indicatori principali: il tasso di crescita dell'impresa e il Valuation Ratio della stessa, ovvero il rapporto tra il valore di mercato delle azioni della società e il loro valore contabile. Il Valuation Ratio dipende sia dal tasso di crescita (prima positivamente poi ad un certo punto negativamente) sia dal profitto dell'impresa; nel caso in cui il manager superi il tasso di crescita limite, il Valuation Ratio diminuisce e aumenta conseguentemente il rischio di take-over. Per tale motivo, il manager è incentivato a trovare l'equilibrio tra i benefici monetari e non monetari (reputazione, prestigio) della crescita con il bisogno di sicurezza del posto di lavoro, ovvero per un valore del Valuation Ratio maggiore o uguale a uno. La teoria di Marris, combinata con le teorie di Simon relative agli incentivi personali al comportamento discrezionale del management, è alla base delle teorie contrattuali che si basano appunto sugli incentivi (in maniera particolare, la teoria dell'agenzia).

Secondo le teorie manageriali, pertanto, l'impresa è definita come un insieme di risorse ben definito ma mutevole nella quale il management ricopre un ruolo particolarmente importante nel definire la crescita e il profitto dell'impresa.

Un ulteriore contributo, appartenente alla teoria manageriale, è quello di Williamson (1964), che pone l'attenzione sul fenomeno della separazione tra proprietà e controllo dell'impresa. Secondo l'autore, la proprietà delle grandi "corporation" moderne è distribuita tra tanti piccoli shareholder, i quali non sono propensi ad avere un controllo diretto sulla gestione dell'impresa; pertanto, la gestione è affidata a soggetti esterni, i manager, che possono avere interesse e avversione al rischio differenti da quelli della proprietà. Infatti, gli azionisti sono interessati alla redditività dell'impresa e al valore di mercato delle azioni in loro possesso mentre i manager, oltre alla sicurezza del posto di lavoro, cercano remunerazione, prestigio e reputazione. Questa divergenza tra gli obiettivi delle due parti genera problemi di inefficienza in quanto gli azionisti, non avendo a disposizione le informazioni e le capacità giuste per controllare la discrezionalità dei manager, possono essere soggetti a comportamenti opportunistici da parte del management.

La teoria manageriale pone quindi l'attenzione sul problema del controllo dei comportamenti e dell'operato del management e critica la dottrina neoclassica circa l'assunzione dell'obiettivo di massimizzazione del profitto. I contributi degli studiosi si differenziano principalmente sulla funzione obiettivo che viene perseguita dal management. Secondo Baumol, coloro che gestiscono l'impresa hanno l'interesse ad aumentare in maniera rilevante la dimensione della società in modo da garantirsi prestigio e reputazione. Williamson ritiene che l'interesse ultimo dei manager è quello di accrescere il loro potere mediante l'accumulo di fondi a loro disposizione, mentre per Marris l'obiettivo finale del management è la crescita dell'impresa. Risulta importante evidenziare che, in tutti questi modelli teorici, il profitto viene considerato dai manager, non come obiettivo, ma come vincolo, il quale deve essere rispettato per assicurare agli azionisti un ritorno congruo ai loro investimenti e al management la sicurezza del posto di lavoro. Seguendo questa linea, pertanto, un livello di dividendi troppo basso, dovuto al mancato raggiungimento del profitto massimo, fa sì che la valutazione delle azioni diminuisca con conseguente esposizione dell'impresa al fenomeno del takeover, che solitamente non è ben voluto e accettato dal management.

Proseguendo con la letteratura, la ricerca di Jensen e Mecking (1976), che si basa sulla teoria d'agenzia, ribadisce l'idea già espressa da Adam Smith, secondo il quale, quando

proprietà e controllo non coincidono, nasce un conflitto di interessi tra gli azionisti e i soggetti detentrici del controllo. Un rapporto di agenzia, come già espresso nei capitoli precedenti, è definito da un contratto in base al quale il principale delega l'agente nel perseguire determinate attività e obiettivi, che devono essere in linea con gli interessi del soggetto delegante. Nel caso ideale, gli obiettivi definiti a priori massimizzano l'utilità di entrambe le parti. Nel caso in cui gli obiettivi definiti a livello contrattuale massimizzano l'utilità di una delle due parti, allora si generano problemi di agenzia che causano all'interno dell'impresa costi di inefficienza. Pertanto, la teoria dell'agenzia evidenzia in maniera rilevante il conflitto tra azionista, o proprietario dell'impresa, e manager, soggetto preposto alla gestione dell'impresa. In tal senso, lo scopo ultimo è quello di stimolare il management a massimizzare l'utilità degli azionisti, infatti "non possiamo aspettarci che i dirigenti di società, chiamati a gestire il denaro di altre persone, si dedichino a tale attività con la stessa cura con cui agirebbero i soggetti titolari di una partecipazione in una società nell'amministrazione del proprio denaro (.....). Nella gestione di tali attività, pertanto, negligenza e sprechi saranno sempre presenti." (Smith, 1776).

Perché allora risulta importante far coincidere le funzioni-obiettivo di manager e azionisti? L'inefficienza relativa ai problemi di agenzia si esplica in costi di varia natura, ad esempio monetari e sociali, comportando una perdita di valore per l'impresa; inoltre, può generare esternalità negative per l'ambiente esterno all'impresa, quindi per la collettività, attraverso la diminuzione di benessere. In questo contesto, quindi, un ruolo assolutamente importante deve essere ricoperto dalla Corporate Governance, la quale ha come obiettivo ultimo quello di risolvere i problemi di agenzia per massimizzare il valore dell'impresa.

Una delle principali cause di inefficienza all'interno dell'impresa è costituita dal concetto di "contratto", il quale regola i rapporti dell'impresa con l'ambiente esterno, in particolare con il mercato. In questo senso, occorre menzionare il contributo di Coase (1937), il quale dà avvio alle teorie dell'impresa. Secondo lo studioso, l'allocazione delle risorse all'interno dell'impresa deve seguire i principi di autorità e di indirizzo, e non la logica di mercato: l'impresa deve internalizzare tutti i processi per i quali l'utilizzo del mercato, attraverso lo

scambio e i contratti, risulta avere un costo superiore all'utilizzo dell'autorità e dell'indirizzo.

In seguito, Alchian e Demsetz (1972) criticano in parte l'idea espressa da Coase, asserendo l'importanza dei contratti nel regolare i rapporti anche all'interno dell'impresa. Per i due studiosi l'impresa capitalistica è caratterizzata da un insieme di input produttivi di proprietà di soggetti differenti e i contratti definiscono l'implementazione congiunta di processi produttivi che coinvolgono tutti i fornitori di input produttivi. La produzione congiunta o "in team" può portare ai frequenti problemi di asimmetria informativa, dovuta al fatto di non poter controllare la prestazione dei partecipanti al processo produttivo. Per Jensen e Meckling (1976) il problema del monitoring, e quindi dei costi di agenzia, è presente a prescindere dal fatto che ci sia o meno una produzione congiunta.

La definizione di impresa come "insieme di relazioni contrattuali" focalizza l'attenzione sull'efficienza dei contratti, quindi sulla loro capacità di assicurare che gli obiettivi del principale e dell'agente, definiti a livello contrattuale, vengano raggiunti senza che il principale sopporti un costo eccessivo di monitoraggio. Come si misura l'efficienza di un contratto? Si può definire un'efficienza ex-ante, nel momento in cui tutti gli scenari possibili vengono stabiliti a priori e le decisioni prese ex-ante; pertanto un contratto è efficiente se lo statuto della società riesce a produrre il risultato migliore per tutti gli stakeholders coinvolti (Zingales, 1998). Viceversa, possiamo definire un'efficienza cosiddetta "paretiana" (efficienza ex-post), quando non esiste un altro contratto che sia in grado di migliorare la condizione di un soggetto senza, contestualmente, peggiorare quella di un altro soggetto. Nei rapporti di agenzia è difficile trovare contratti efficienti ex-ante, infatti solitamente vengono stipulati contratti cosiddetti "incompleti", ovvero non in grado di includere ex-ante tutti i possibili scenari che possono succedere.

In aggiunta, Coase (1937) introduce un concetto che definisce il "costo dell'utilizzo del meccanismo dei prezzi", o in maniera più semplice il "costo del mercato". Successivamente lo stesso Coase esprime lo stesso concetto con "costo delle transazioni di mercato". Tale concetto nasce dal fatto che, al fine di concludere una transazione di mercato, si debbano sostenere dei costi relativi alla negoziazione, al raggiungimento e al rafforzamento delle condizioni contrattuali. Secondo l'autore il concetto di costi di transazione, totalmente assente nella teoria economica neoclassica, permette di far comprendere l'esistenza

stessa dell'impresa: l'impresa esiste perchè è efficiente e conviene tutte le volte che i costi di organizzare internamente le transazioni sono inferiori ai costi d'uso del mercato. Sebbene si possa comunque produrre in modo totalmente decentrato grazie alla presenza dei contratti, il fatto che sia necessario sopportare un costo per tali transazioni facilita l'emergere delle imprese.

L'impresa nasce quindi come istituzione in grado di ridurre tali costi di transazione, sostituendosi al meccanismo dei prezzi di mercato. L'analisi di Coase ha messo in evidenza come i costi di transazione possano avere un effetto negativo sui rapporti di agenzia, tuttavia occorre menzionare un altro concetto, non meno importante: l'asimmetria informativa.

L'asimmetria informativa, come già detto in precedenza, è una condizione per la quale un soggetto ha maggiori o minori informazioni rispetto alla controparte con cui si relaziona. La presenza di asimmetrie informative spiega ad esempio il motivo per il quale i risparmiatori si affidano alle banche per effettuare operazioni di investimento. Rispetto ai risparmiatori, infatti, le banche possiedono maggiori informazioni e soprattutto hanno maggiori capacità in merito ai possibili investimenti. Pertanto, i risparmiatori sono disposti a pagare un costo per ricorrere ai servizi di investimento erogati dalle banche. All'interno di un'impresa accade la stessa situazione: gli azionisti, per raggiungere la massimizzazione del profitto d'impresa, vogliono ingaggiare i migliori manager per la gestione della loro società. Tuttavia, è presente nel rapporto azionisti-manager l'asimmetria informativa, infatti l'azionista non è in grado di avere una completa valutazione del manager in fase di assunzione (selezione avversa) e inoltre non riesce ad avere un controllo costante e puntuale sulle decisioni che prende il manager (moral hazard). Come già spiegato in precedenza, la "selezione avversa" è un problema di opportunismo precontrattuale che emerge nel momento in cui un soggetto, in sede di stipulazione di un contratto, possiede maggiori informazioni, soprattutto private, rispetto alla controparte con la quale sta trattando. L'azzardo morale, viceversa, è un problema di opportunismo post-contrattuale, in quanto spesso il comportamento del soggetto al quale è stata delegata una determinata attività non è osservabile e verificabile; soltanto il risultato è osservabile, pertanto può succedere che il comportamento dell'agente non sia in linea con quello che si aspetta il principale.

A causa quindi del verificarsi di questi problemi di asimmetria informativa, gli studiosi hanno posto particolare attenzione su come incentivare l'agente, e quindi il manager, ad agire nell'interesse del principale, gli azionisti. È necessario, a questo punto, considerare le varie forme di remunerazione del manager.

Nel caso in cui il manager venga pagato con uno stipendio fisso, l'obiettivo del manager è quello di minimizzare il suo effort, e in assenza di variabili osservabili e verificabili su cui basare un contratto ottimale, è incentivato a sfruttare il suo vantaggio informativo a scapito degli azionisti. Proprio l'incentivazione manageriale ha lo scopo di intervenire nella struttura degli incentivi dei manager, in modo da allineare gli interessi tra azionisti e management. Pertanto, si è pensato di legare la remunerazione del manager alla performance conseguita dall'impresa. È stata posta molta attenzione su questa soluzione, in virtù soprattutto della teoria di Jensen. Lo studioso ha dimostrato come i manager fossero incentivati ad ottenere ottimi risultati con il cosiddetto principio del Pay-Performance, secondo il quale il manager deve essere pagato con una remunerazione che dipenda almeno in parte dai risultati conseguiti.

Tuttavia, per quanto abbia ricevuto particolare attenzione, il Pay-Performance risolve in maniera esigua i problemi dell'agenzia, infatti lo si può comprendere dall'entusiasmo che hanno suscitato alla fine degli anni Novanta le stock-option, una forma di incentivazione azionaria che apparentemente permette di incentivare i manager senza comportare un costo eccessivo per gli azionisti. Le stock option sono opzioni che una società concede ai manager (o in minor misura anche ai dipendenti), i quali possono acquistare azioni della stessa società, in un determinato periodo, ad un dato prezzo, chiamato "strike price" o prezzo di esercizio. Questa forma di remunerazione risulta essere apparentemente gratuita, in quanto il manager ottiene guadagni nel caso in cui riesca ad aumentare il valore delle azioni della società senza che vi siano impatti sui conti societari. Nella realtà, però, quando il manager vende sul mercato le azioni in suo possesso, si crea un eccesso di offerta che fa scendere il prezzo delle azioni e quindi il valore delle partecipazioni degli azionisti; tale effetto viene definito "costo di diluizione". Negli anni novanta, in ogni caso, bisogna dire che la crescita delle più importanti borse mondiali è stata vertiginosa e questo ha comportato che il costo di diluizione, dovuto all'esercizio delle stock option, fosse totalmente compensato dal trend di aumento dei prezzi. Il punto più alto di tale processo

di crescita è avvenuto alla fine degli anni novanta e inizio anni duemila, nel periodo della cosiddetta “bolla speculativa”, quando i prezzi delle azioni hanno raggiunto valori impressionanti, comportando notevoli guadagni ai manager in possesso delle stock option. Per questi motivi, le stock option, pur essendo un meccanismo di incentivazione in teoria altamente efficiente, ha ricevuto tantissime critiche, soprattutto a seguito di operazioni sconsiderate da parte dei manager (come le manipolazioni contabili) che hanno avuto lo scopo di gonfiare i profitti delle società, nascondendo la grave situazione di sofferenza finanziaria.

3.1.1 Il contratto incentivante

Le relazioni che intercorrono tra proprietà e management, come detto in precedenza, in particolar modo nel caso di separazione tra controllo e proprietà, sono più complesse di quello che ci si potrebbe immaginare. Per minimizzare i problemi di asimmetria informativa, che si esplicano nei fenomeni di selezione avversa e di moral hazard, e quindi allineare gli interessi personali del management con quelli della proprietà, il Consiglio di Amministrazione, nominato dagli azionisti, ha il compito di definire un contratto con il management con l’obiettivo di ottenere il massimo profitto possibile dell’impresa. Tale contratto svolge, pertanto, un ruolo determinante nel disciplinare le modalità di retribuzione del top-management e deve essere in grado di sopperire alla mancata possibilità da parte del Consiglio di Amministrazione di avere un controllo attivo e completo sulle attività dei manager, il cui output finale costituisce l’unico aspetto osservabile. In aggiunta, ovviamente, si devono tenere in considerazione tutte le esigenze ed i vincoli della controparte, e quindi del management. Tali vincoli sono principalmente: il “vincolo di partecipazione” (razionalità individuale) e il “vincolo di compatibilità degli incentivi”. Con il primo vincolo si intende che il manager, affinché sia disposto ad assumere l’incarico, vuole ricevere almeno il suo livello di utilità, ovvero il minimo livello di retribuzione giudicato accettabile dal manager per tale incarico. Il principale deve assicurare al manager che riceverà almeno questo livello di utilità di riserva. Il secondo vincolo si esplica nel fatto che il principale non può scegliere l’azione ma può solo influenzarla mediante uno schema di incentivo appropriato. Dato lo schema di incentivo

predisposto, l'agente (manager) sceglierà l'azione che massimizza il suo interesse personale, il cui esito soddisfa anche il principale.

A questo punto, si può introdurre la notazione necessaria alla formulazione di un possibile modello di retribuzione. Si indica, in primo luogo, con π il profitto atteso dell'impresa, con e^i con $i \in \{H; L\}$ lo "sforzo" del manager (ossia una misura del suo impegno/effort nell'attività che svolge, intendendo con e^H un alto impegno e con e^L un basso impegno, considerando possibili solo due stati discreti e non un continuo) e con $\varphi \in \{G; B\}$ il caso contingente (con G "Good state" e con B "Bad state"). Lo scenario φ è indicato in apice di ogni espressione.

Gli scenari φ e lo "sforzo" del manager e condizionano il profitto atteso, pertanto π è funzione di φ e e . Con l'obiettivo di calcolare il valore di π , le probabilità condizionate di ciascuna partizione dello spazio degli eventi sono le seguenti:

$$P(\pi^G | e^i) = p^i$$

$$P(\pi^B | e^i) = 1 - p^i$$

Si ha quindi:

$$\text{Caso impegno alto (} e = e^H \text{): } P(\pi^G | e^H) = p^H$$

$$P(\pi^B | e^H) = 1 - p^H$$

$$\text{Caso impegno basso (} e = e^L \text{): } P(\pi^G | e^L) = p^L$$

$$P(\pi^B | e^L) = 1 - p^L$$

Con $p^H \gg p^L$ e $1 - p^H \ll 1 - p^L$, ovvero si ipotizza che sia molto più probabile che si realizzi lo stato positivo nel caso in cui ci sia stato un alto impegno da parte del manager, piuttosto che il viceversa.

Si indica poi con y il reddito del manager, con $U = U[f(y), g(e)]$ la sua funzione di utilità (con $U \propto f(y)$ e $U \propto g(e)^{-1}$ e con $U^* = cost$ la sua utilità di riserva. L'impresa, in primo luogo, deve rispettare il vincolo di partecipazione e perciò deve far sì che:

$$U(y^H, e^H) = U^*$$

$$U(y^L, e^L) = U^*$$

Dal sistema è quindi possibile individuare y^H e y^L tali per cui l'impegno del manager sia, rispettivamente, e^H e e^L .

Quindi il profitto atteso dall'impresa, in relazione all'impegno del manager, sarà:

$$\pi = E[\pi^H] - y^H = p^H \pi^G + (1 - p^H)\pi^B - y^H$$

$$E[\pi^L] - y^L = p^L \pi^G + (1 - p^L)\pi^B - y^L$$

Si può quindi verificare che y^H soddisfa il vincolo di partecipazione (assicurando il livello minimo dell'utilità di riserva) ed estrae il livello ottimo di sforzo e^H , tale per cui si massimizza il profitto dell'impresa.

Tuttavia, poiché il livello di effort e non è osservabile, in quanto non è possibile effettuare un controllo efficace e continuo sull'operato del manager; quest'ultimo, pur essendo remunerato y^H e avendo quindi ex-ante promesso di impegnarsi con un effort pari a e^H , ha il forte incentivo personale a prestare e^L , rendendo così molto più probabile lo stato negativo nel quale non si massimizza il profitto dell'impresa. In sintesi, il manager si comporta in maniera opportunistica nei confronti del suo principale (fenomeno dello "shrinking")

Per superare questo rilevante problema, l'impresa offre al manager un contratto incentivante che legghi il suo reddito y al profitto atteso π dell'impresa. Chiaramente questa soluzione espone l'impresa al rischio di ottenere un profitto più basso, ma tale contratto ha l'obiettivo di allineare gli interessi delle controparti, in modo da rendere più probabile lo stato positivo e una remunerazione media più alta.

Legando quindi profitto atteso e salario, l'impresa offre y^G se il manager ottiene π^G e y^B se ottiene π^B . Per determinare y^G e y^B è sufficiente risolvere il seguente sistema con i vincoli di partecipazione e di incentivo tenendo conto delle differenti probabilità con cui si verificano gli eventi:

$$U[f(y^G)p^H, g(y^B)(1 - p^H), e^H] \geq U^* \quad \text{vincolo di partecipazione}$$

$$U[f(y^G)p^H, g(y^B)(1 - p^H), e^H] \geq U[f(y^G)p^L, g(y^B)(1 - p^L), e^L] \quad \text{vincolo di incentivo}$$

Il reddito medio del manager $E(y) = p^H y^G + (1 - p^H) y^B$ risulta maggiore dell' y^H trovato senza il contratto d'incentivo di un certo Δy . Dall'altra parte, l'impresa avrà un profitto atteso minore di una quantità pari proprio a Δy . Questa differenza costituisce il cosiddetto costo

d'agenzia. Tale costo di agenzia rappresenta il costo sostenuto dall'imprenditore per allineare gli interessi del manager ai suoi, per controllare l'operato del manager e quindi ottenere minori profitti a causa dello sforzo subottimale da parte del management ("managerial slack"). Infatti, in presenza di asimmetria informativa, una delle due parti deve sostenere un costo per ottenere l'equilibrio migliore; il contratto d'incentivo consente di allineare gli interessi delle parti in causa e determina la condivisione del rischio. Il prezzo della condivisione del profitto si esplica nel fatto che in media il reddito del manager sarà più alta e il profitto atteso dell'imprenditore sarà più basso.

Esistono diverse possibili modalità di legare il reddito y al profitto atteso π : bonus annuali, stock option e condizioni di fine rapporto.

I bonus annuali sono componenti straordinarie del reddito che vengono distribuite ai manager, in caso di profitti o vendite sopra determinati obiettivi target. Tuttavia, possono portare i manager ad avere una visione di brevissimo periodo, generando il problema della "miopia degli investimenti".

Le stock option sono vere e proprie opzioni call che vengono assegnate al management con la finalità d'incentivare il suo operato nel lungo periodo. Trattandosi di opzioni presentano una scadenza, uno strike price e producono guadagno per il manager pari alla differenza positiva tra il prezzo di mercato al momento della vendita dell'azione e lo strike price del derivato. Sebbene questi strumenti consentano di legare in maniera efficace le retribuzioni al prezzo delle azioni dell'impresa, i profitti generati dalle stock option possono non riflettere il buon operato del manager, ma semplicemente essere dovuti a condizioni esterne, ad esempio a buone condizioni generali del mercato. Nonostante ciò si tratta di uno degli incentivi più conosciuti ed utilizzati.

Le condizioni di fine rapporto costituiscono accordi contrattuali che delineano le modalità di uscita dal rapporto di lavoro. Generalmente includono rilevanti importi monetari a titolo di liquidazione e la permanenza per diversi mesi, dopo la conclusione dell'incarico, della retribuzione ordinaria e di tutti i benefit accessori quali auto, immobili, copertura sanitaria, etc.

In ogni caso appare assai probabile, per tutte le alternative sopra citate, che il CEO agisca in modo rischioso e svantaggioso nei confronti degli shareholders, mirando all'obiettivo

di gonfiare artificialmente uno dei meccanismi d'incentivazione per ottenere guadagni personali. Sebbene possa apparire molto improbabile un simile comportamento, tuttavia, a causa della grande influenza che spesso il management e il CEO riescono ad avere sul Consiglio di Amministrazione - fattispecie di questo genere ricorrono molto frequentemente.

3.1.2 Composizione della remunerazione del CEO

L'executive compensation rappresenta il sistema dei meccanismi e delle modalità che regola le retribuzioni dei membri dei vertici di una società, intendendo con essi gli amministratori delegati, i consiglieri d'amministrazione e più in generale il top management. La sua funzione principale risiede nell'ottimizzare il costo dei fattori produttivi e organizzativi rispetto alle performance e di allineare il comportamento e gli interessi del management (agente) rispetto a quelli degli azionisti (principale). Pertanto, per gli azionisti la politica retributiva non è altro che uno strumento di corporate governance, che permette di indirizzare ex-ante il comportamento dei manager verso gli obiettivi definiti. La politica di retribuzione dei manager è costituita da tre aspetti principali:

- Il livello di retribuzione totale, ovvero il costo che l'azionista intende sostenere per raggiungere gli obiettivi prefissati. Tale scelta influenza la ricerca del manager verso certi mercati piuttosto che altri;
- La relazione tra la retribuzione e la performance, ovvero il parametro di performance e il variare della retribuzione al variare dei risultati;
- La composizione del pacchetto retributivo, intesa come l'insieme della componente fissa, della componente variabile e degli incentivi legati alle performance a breve e a lungo termine.

Occorre precisare che il Codice di Autodisciplina delle aziende quotate alla Borsa Italiana⁶ con il termine “Executive” intende gli amministratori esecutivi e i dirigenti aventi responsabilità strategiche. Inoltre, sempre secondo il Codice, il compenso degli Executive deve essere:

- in grado di attrarre, motivare e trattenere i migliori talenti in circolazione sul mercato manageriale;
- in grado di allineare gli interessi del management con l’obiettivo ultimo degli azionisti, che si esplica nel perseguire una crescente e sostenibile creazione di valore d’impresa;
- legata agli obiettivi concordati e alle performance economiche raggiunte.

L’Executive compensation si occupa pertanto di definire il pacchetto retributivo più adatto ed efficace per raggiungere gli obiettivi sopra citati. Tale pacchetto è costituito principalmente da:

- retribuzione fissa → solitamente è legata alla mansione e alle attività svolte dal manager, può essere percepita sotto forma di retribuzione annua lorda, oppure, nel caso degli amministratori, come emolumento;
- retribuzione variabile → è la componente più importante e significativa del compenso manageriale e si differenzia tipicamente tra incentivazione variabile a breve e a lungo periodo, a seconda degli obiettivi da raggiungere;
- insieme dei benefit → si intende una varietà di benefit addizionali che soprattutto le grandi società internazionali erogano ai propri manager (ad esempio macchina aziendale e assicurazione medica). Tali benefit esplicano la loro utilità soprattutto sul benessere della persona.
- clausole contrattuali accessorie, ad esempio i “golden parachute”.

A questo punto, andiamo ad approfondire nel dettaglio le singole componenti del pacchetto retributivo.

La **remunerazione fissa** o contrattuale rappresenta la base del pacchetto di retribuzione del manager e può essere definita come “il valore minimo che l’organizzazione di riferimento attribuisce a un determinato soggetto, coerentemente con la professionalità

⁶ I principali riferimenti dell’Executive Compensation sono: l’Art. 2389 del Codice Civile, il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, luglio 2014, l’art. 114 bis del Testo Unico della Finanza introdotto dalla legge 262/2005, il Regolamento Emittenti e la Raccomandazione 2009/385/CE della Commissione Europea

richiesta per il ruolo ricoperto e con il trascorso professionale. Dal punto di vista del percettore invece, tale importo è considerato come quella quantità di reddito minima volta a garantire le esigenze finanziarie e il generale costo della vita quotidiana dato un determinato contesto sociale, economico e finanziario” (Cutillo, 2012). Una delle caratteristiche della componente fissa è sicuramente la sua stabilità e continuità nel tempo, tuttavia essa non costituisce la voce più importante per quanto riguarda l’executive compensation. Questa componente tipicamente è legata ai compiti e alle responsabilità inerenti al ruolo ricoperto (Pay for job), alla prestazione conseguita e verificata per mezzo di sistemi di valutazione di performance (Pay for merit) e alle competenze richieste dal ruolo (Pay for competence). È necessario rammentare che, per distinguere i diversi ruoli all’interno di un’organizzazione, il metodo più efficace risulta essere la “job evaluation”, attraverso il quale vengono assegnati determinati punteggi in maniera oggettiva e sistematica ad ogni elemento caratterizzante una posizione aziendale. Tale metodo ha lo scopo di minimizzare la soggettività delle politiche di retribuzione e di motivare quindi le differenze retributive tra i ruoli all’interno di un’organizzazione.

Risulta fondamentale quindi capire quale sia il livello ottimale di questa componente. La fissazione di un livello piuttosto alto del compenso fisso può rappresentare da una parte un fattore di rigidità per l’impresa in quanto è un costo che grava sull’esercizio e sul conto economico dell’impresa, dall’altra parte può far diminuire la componente variabile da corrispondere ai manager. Su quest’ultimo aspetto è stata riposta particolare attenzione da parte degli istituti regolatori in quanto la retribuzione variabile ha causato negli ultimi anni numerosi problemi e distorsioni nel comportamento dei manager. Inoltre, la retribuzione fissa rappresenta il benchmark di riferimento per la definizione delle altre componenti del pacchetto retributivo, quindi fissarne un valore ottimale fa sì che i manager non siano incentivati a comportarsi in maniera opportunistica e gli shareholder a perseguire l’obiettivo di creazione di valore dell’impresa senza incorrere elevati rischi. In ogni caso, bisogna tenere in considerazione sempre i risultati economico-finanziari correnti, i quali rappresentano il driver per fissare una giusta ed equa retribuzione del management.

La **remunerazione variabile** rappresenta veramente il sistema incentivante per raggiungere gli obiettivi e i risultati prefissati ed allineare gli interessi degli azionisti e dei

manager, tuttavia, come si è già detto in precedenza, hanno incentivato in alcune situazioni l'assunzione di rischi e di comportamenti pericolosi che hanno portato a numerosi fallimenti in diversi settori ("rewards for failure"); per questo motivo, per molti studiosi, il sistema incentivante è esso stesso parte integrante dei costi d'agenzia. Infatti, occorre ricordare che tale sistema deve essere utilizzato "per realizzare vantaggi di efficienza ma soprattutto di efficacia organizzativa" (Gabrielli, 2010).

Il compenso variabile viene sovente distinto in base all'orizzonte temporale e agli obiettivi che devono essere raggiunti, tuttavia è possibile classificare tale modalità di retribuzione in modo completo in base a:

- tipologia dei compensi → vi sono principalmente tre forme di erogazione di compensi variabili: (1) monetaria (somma cash una tantum), azionaria (piani stock option, piani share-ownership, share based profit sharing, ovvero partecipazione agli utili se si è in possesso di tali azioni) e obbligazionaria (bond based profit sharing, ossia coloro che detengono tali obbligazioni hanno un diritto di credito)
- obiettivi principali → è fondamentale stabilire quale sia la finalità che si deve perseguire attraverso il sistema di ricompensa. Un obiettivo potrebbe essere quello di trattenere o reclutare i migliori talenti all'interno dell'impresa, piuttosto che valutare e premiare le prestazioni eccellenti a breve termine, oppure migliorare e incrementare il senso di appartenenza all'impresa nel lungo periodo;
- destinatari → il sistema incentivante variabile può essere riferito ad un singolo individuo, ad esempio il CEO dell'impresa il quale tipicamente ha un pacchetto retributivo altamente personalizzato, oppure ad un gruppo di individui, come segmenti dirigenziali o addirittura tutto il personale;

La classificazione tipicamente maggiormente utilizzata, in ogni caso, è quella relativa all'orizzonte temporale. Si distingue, pertanto, tra:

- "short term incentives" o incentivazione a breve termine;
- "long term incentives" o incentivazione a lungo termine.

Gli **incentivi variabili a breve termine**, conosciuti anche come "bonus annuali", hanno il principale obiettivo di premiare le prestazioni del singolo manager, in virtù dell'eventuale raggiungimento di determinate performance alla fine dell'esercizio annuale. Attraverso i

bonus, si è cercato di risolvere i problemi d'agenzia tra manager e azionisti, con la finalità che il management si comportasse in maniera tale da agire nell'interesse degli azionisti, tuttavia il risultato più evidente è stato l'accrescimento dei guadagni personali dei manager a scapito della creazione di valore dell'impresa. Inoltre vi sono ulteriori criticità legate a questa tipologia di meccanismo: (1) i destinatari dei bonus solitamente sono soltanto i membri dei vertici societari, e non coloro che comunque occupano posizioni chiave a livello operativo e strategico; (2) hanno un forte impatto sul conto economico soprattutto nel momento in cui i ricavi sono bassi; (3) è necessario prevedere un continuo processo di revisione e valutazione dei bonus annuali, in quanto le condizioni del mercato sono altamente mutevoli e con esse anche gli obiettivi e i piani strategici delle società. (Seacombe, 2012).

In ogni caso, entro determinati limiti i bonus annuali possono avere un impatto positivo sui problemi d'agenzia e indirizzare il management verso comportamenti efficienti, inoltre in determinati contesti vengono legati ai ricavi e modificati con una certa flessibilità in base al fatturato ottenuto. Pertanto, per mezzo degli incentivi di breve termine si può comunque stabilire un collegamento tra "produttività, costi, ricavi di mercato e performance economico-finanziarie aziendali" (Cutillo e Fontana, 2012).

A questo punto, il passo successivo consiste nel definire gli indicatori utili a definire in maniera chiara ed esplicita il sistema di incentivazione. Occorre quindi stabilire le principali misure di performance che permettono di legare i compensi distribuiti agli obiettivi perseguiti, i quali a loro volta riflettono i piani strategici dell'impresa. Per premiare il management con incentivi di breve termine, i sistemi più utilizzati risultano essere il "Management by Objectives" e la "Balanced Scorecard". Il sistema di incentivazione per obiettivi si basa sulla presenza di un ben determinato schema contrattuale, nel quale sono stabiliti: (1) gli obiettivi da raggiungere, (2) l'ammontare del premio, (3) il livello soglia al di sotto del quale non vi è il pagamento di nessun premio (e il livello massimo raggiungibile). Tale sistema fu proposto nel 1954 da Drucker: secondo l'autore, al manager vengono esposti ex ante gli obiettivi i quali devono essere "SMART" (specific, measurable, achievable, realistic, time related), infatti obiettivi chiari, stimolanti ma raggiungibili e coerenti con il ruolo ricoperto, possono incentivare il soggetto ad assumere un

comportamento efficiente e in linea con le aspettative. Inoltre, essendo facilmente misurabili, è possibile ex post controllare efficacemente i risultati.

Figura 4 Management by objectives



Fonte: <https://expertprogrammanagement.com/2017/11/management-by-objectives/>

Ogni sistema di incentivazione per obiettivi si basa sulla definizione di una curva di incentivazione, che descrive la relazione che intercorre tra il raggiungimento degli obiettivi (livello di performance ottenuta) e incentivo; vengono sovente stabiliti un punto al di sotto del quale non vi è l'erogazione di alcun premio (punto di floor) e un punto di cap, che corrisponde al punto nel quale si eroga il massimo premio.

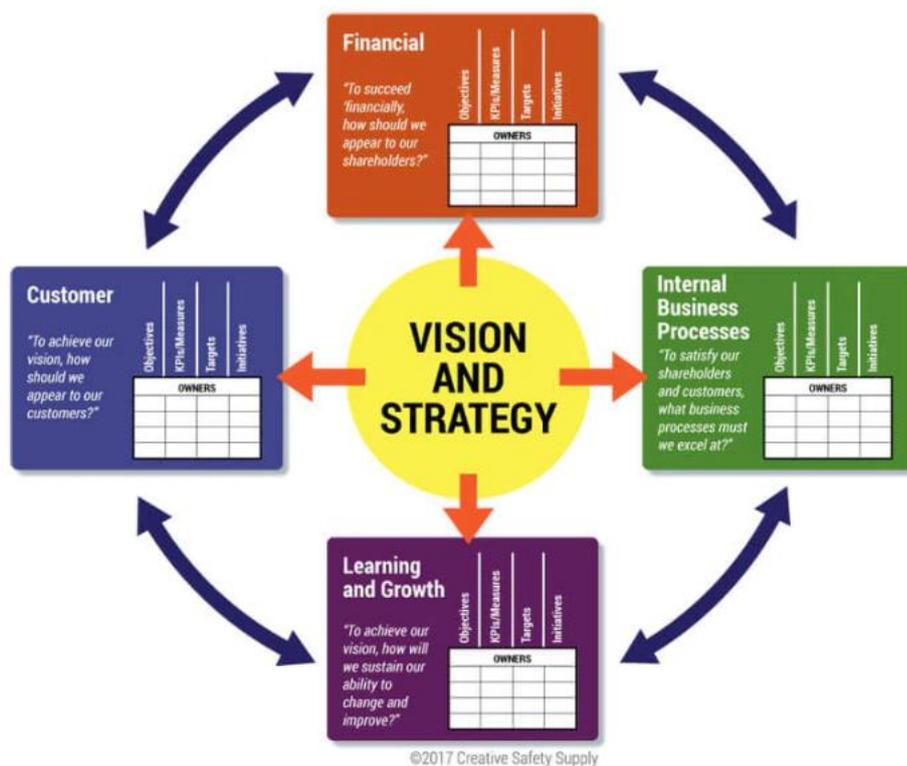
Tuttavia, il sistema di incentivazione basato sugli obiettivi si porta dietro il rischio che i manager perseguano gli obiettivi individuali e di settore, piuttosto che quelli collegati ai piani strategici dell'impresa. Per questo motivo, è stato elaborato da parte di Kaplan e Norton un nuovo metodo di incentivazione, basato sulla cosiddetta "Balanced Scorecard". Tale metodo intende collegare, in un unico sistema, prospettive differenti, con l'obiettivo di misurare le performance non soltanto sotto l'aspetto economico-finanziario. Principalmente, la Balanced Scorecard trasforma la missione e la strategia dell'impresa e, contestualmente, delle varie unità, in obiettivi tangibili e misurabili. Inoltre, tiene in

considerazione le misure esterne, relative ad azionisti e clienti, e le misure interne rivolte all'innovazione e alla crescita.

Le diverse prospettive rappresentate dalla Balances Scorecard sono le seguenti:

- Prospettiva economica-finanziaria → indicatori e obiettivi relativi al capitale investito (EVA, ROI, ROE...);
- Prospettiva del cliente → acquisizione, fidelizzazione e soddisfazione della clientela;
- Prospettiva operativa → efficienza, efficacia e flessibilità dei processi e delle “operation” interne volte al soddisfacimento della clientela;
- Prospettiva relativa allo sviluppo e all'apprendimento → sviluppo di competenze interne e crescita dell'organizzazione attraverso l'innovazione.

Figura 5 Balanced Scorecard



Fonte: <https://www.creativesafetysupply.com/articles/balanced-scorecard/>

La Balanced Scorecard, rispetto al “Management by Objectives”, ha una visione completa dell'impresa, riuscendo a valutare le performance dell'impresa sotto l'aspetto economico e finanziario ma anche attraverso altre prospettive, fondamentali per la crescita e la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo.

Si menzionano, a questo punto, quali sono le finalità e la natura dei diversi schemi di **incentivazione variabile a lungo termine**. Tra i costi di agenzia che gli azionisti devono sostenere risultano esserci appunto quelli relativi agli incentivi a lungo termine del management. Oltre alla finalità principale di risolvere o quantomeno ridurre i problemi di agenzia, questa tipologia di schema di incentivo mira ad attrarre i migliori talenti in circolazione, a motivare i top manager al raggiungimento di performance elevate e, contestualmente, a rendere più flessibile il costo del lavoro. Negli ultimi anni, è accresciuto notevolmente l'utilizzo di tale schema, soprattutto nelle grandi imprese nazionali e internazionali. La stessa normativa ha ribadito la rilevanza e l'efficacia dei long term incentives, capaci di consentire la condivisione dei rischi aziendali tra azionisti e manager e inoltre indirizzare l'effort dei manager verso obiettivi sostenibili nel tempo.

La classificazione più ricorrente per differenziare i diversi meccanismi di incentivo a lungo termine si basa sulla natura dello strumento utilizzato. Sono presenti quindi:

- schemi monetari;
- schemi opzionari;
- schemi azionari;
- schemi ibridi.

Gli schemi monetari o "cash" prevedono l'erogazione di un bonus cash allo scadere di un determinato periodo di tempo, tipicamente tre anni, con l'obiettivo di trattenere, motivare e attrarre le migliori risorse all'interno dell'impresa. Spesso, nel definire questa tipologia di piani, si devono tenere in considerazione diverse variabili: (1) livello di professionalità del manager, (2) pressione competitiva da parte dei competitor, (3) sostenibilità economica del piano. Come detto in precedenza, gli schemi di incentivo a lungo termine prevedono un tempo di maturazione dei premi/bonus non inferiore ai tre anni, quindi tipicamente il premio viene erogato alla scadenza di tale periodo, definito anche con il termine "vesting period"; tuttavia, è possibile erogare il premio in tranches piuttosto che in un'unica soluzione. I destinatari di questi premi sono sovente il top management e, in generale, le persone che ricoprono un ruolo operativo e strategico all'interno dell'impresa. Sono presenti solitamente nel contratto anche clausole che impediscono al beneficiario di lasciare l'impresa per un determinato periodo successivo all'erogazione del premio monetario. Infine, al trascorrere del tempo di maturazione del

bonus è associato un target di performance da conseguire (tipicamente si utilizzano il ROE, EBITDA, EVA, EPS) e la misura che si utilizza per parametrizzare il bonus cash è tipicamente la retribuzione annua lorda, attraverso un range di moltiplicatori predefinito (0,5-3 volte la RAL).

Gli schemi opzionari, o meglio conosciuti con il termine “stock option plans”, sono i più utilizzati e anche i più abusati, in quanto sovente sono stati sfruttati, non tanto per la loro finalità incentivante, ma più che altro per conseguire elevati guadagni individuali attraverso comportamenti e operazioni pericolose (come le manipolazioni contabili). Le stock option permettono, come già descritto in precedenza, ai destinatari di acquistare in un determinato periodo di tempo una certa quantità di azioni ad un prezzo prestabilito, definito “strike price”. La natura delle stock option è fortemente incentivante e richiama la logica delle call option americane: il detentore di un’opzione spera che il prezzo delle azioni aumenti, in modo tale da acquistarla nel periodo di tempo stabilito al prezzo strike inferiore e ricevere ingenti guadagni dal differenziale di prezzo. Per questo motivo, solitamente le stock option hanno un prezzo strike sopra la pari, detto premium price, in modo tale da incentivare i manager ad avere una visione di lungo periodo. Infatti, se vi è questo premium price, ovvero il prezzo strike è superiore al prezzo di mercato dell’azione, allora il top management è incentivato a concentrare il proprio effort nel conseguire benefici in termini di prezzo alla scadenza. Inoltre, per quanto riguarda il prezzo, spesso si ricorre a strumenti di indicizzazione (quindi si parla di indexed stock option) in modo da evitare che il prezzo dell’azione sottostante subisca consistenti variazioni in positivo o in negativo, non in linea con le performance positive o negative conseguite dall’impresa, e contestualmente quindi si abbia un aumento o riduzione del valore dell’incentivo collegato. Questa indicizzazione è relativa solitamente all’andamento delle imprese appartenenti allo stesso settore o raggruppamento strategico e non incontra volentieri il parere dei top manager, i quali, nel caso di forte crescita del mercato, sono impossibilitati ad incassare ingenti proventi.

È necessario considerare altre due variabili fondamentali nel definire i piani opzionari: il vesting period e l’ammontare dei diritti del possessore di tali strumenti.

Si possono avere tre tipologie differenti di vesting period:

- cliff vesting → tutte le opzioni sono esercitabili nello stesso momento;

- *phased vesting* → le opzioni possono essere esercitate a scaglioni nel tempo;
- *performance vesting* → l'opzione può essere esercitata non solo in un determinato periodo di tempo stabilito, ma è subordinata anche al raggiungimento di determinati livelli di performance.

Per quanto riguarda il numero di diritti di opzione, si hanno tre alternative:

- *fixed value plans* → ogni anno sono distribuite opzioni per un valore prestabilito;
- *fixed number plans* → vengono distribuite opzioni in numero prestabilito in ogni periodo per tutta la durata del piano;
- *megagrant plan* → viene stabilito ex ante il numero e il prezzo di esercizio delle option.

In Italia, negli ultimi anni, si è vista una minore tendenza nell'utilizzo di piani opzionari a favore dei piani azionari: uno dei motivi principali è dovuta al cambiamento della normativa fiscale nel 2008 ("Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria"); se prima dell'entrata in vigore di questa nuova normativa, il possessore di opzioni era obbligato ad una tassazione del 12,5% (come succede per un *capital gain*), senza che la plusvalenza fosse inserita nella dichiarazione dei redditi, adesso questi proventi accessori rientrano nella dichiarazione dei redditi e quindi risultano essere assoggettati a tassazione fiscale integrale.

Le critiche rivolte all'utilizzo delle *stock options* sono state molto aspre, soprattutto dopo gli scandali finanziari e i fallimenti di numerose multinazionali. Sono state portate sul banco d'accusa principalmente perché orientate ad innescare pericolose speculazioni da parte dei manager, attraverso operazioni fittizie di manipolazione contabile e investimenti indirizzati alla massimizzazione del prezzo delle azioni nel breve periodo.

I piani azionari rispondono in modo più efficace al bisogno di fidelizzare e di incentivare i manager verso una visione di lungo periodo, tuttavia risultano essere meccanismi più complessi e difficili da attuare a livello gestionale, rispetto ai precedenti piani di incentivo. È importante considerare, per la definizione di un piano azionario, tre aspetti principali:

- il prezzo di cessione delle azioni;
- i destinatari del piano azionario;
- il legame eventuale con le performance raggiunte.

Per quanto riguarda la determinazione del prezzo, la società può decidere se emettere le azioni a titolo gratuito oppure oneroso; i destinatari possono essere il top management oppure tutti i soggetti presenti all'interno della società, come i dipendenti. Come detto in precedenza, la tendenza nell'utilizzo dei piani azionari risulta essere in aumento sia per il cambiamento della normativa fiscale riguardo ai piani opzionari sia perché i piani azionari rispondono meglio all'esigenza di allineare gli obiettivi tra manager e azionisti, in quanto in essi è incluso il rischio di partecipazione al capitale dell'impresa da parte dei manager.

Una via di mezzo tra le tre tipologie di piani incentivanti a lungo termine, sopra descritte, è costituita dai **piani ibridi**, ovvero caratterizzati da elementi comuni a diverse categorie. Esistono i cosiddetti piani "phantom stocks", che sono un ibrido tra i piani azionari e quelli cash, e i piani "stock appreciation rights" (o SAR's), i quali sono a metà strada tra i piani monetari e quelli opzionari. I phantom stocks sono caratterizzati dal fatto che simulano per i destinatari il possesso di azioni attraverso "azioni fantasma", con lo scopo di legare il bonus/premio all'andamento del valore reale delle azioni e dei dividendi maturati dopo un certo periodo di tempo. I SAR's, viceversa, simulano un piano opzionario, assegnando il premio in base all'andamento del valore reale dell'azione senza però includere i dividendi maturati.

Ultima considerazione da fare riguarda la valutazione delle prestazioni dei manager, ovvero è necessario capire in base a quali indicatori o misure vengono valutate le performance raggiunte dai manager. Tipicamente si fa riferimento a indicatori e parametri che descrivono i principali target che le società tengono in considerazione, ossia:

- crescita dimensionale;
- solidità del patrimonio;
- valore della società;
- economicità;
- efficacia dei servizi;
- riduzione delle anomalie.

Per la crescita dimensionale, tipicamente, si fa ricorso alle quote di mercato, al numero di nuovi clienti raggiunti (oppure al numero di prodotti o canali). La solidità patrimoniale è una delle caratteristiche tenute con maggiore attenzione da parte degli azionisti e degli

obbligazionisti, infatti più le società sono solide e più riescono a gestire il business attraverso i propri mezzi. Tipiche misure per valutare la solidità di un'impresa sono gli indici di leva e di copertura finanziaria:

- $Leva\ finanziaria = \frac{Debiti}{Capitale\ proprio}$
- $Tasso\ di\ incidenza\ dei\ debiti\ a\ lungo\ termine = \frac{Debiti\ a\ lungo\ termine}{Debiti\ a\ lungo\ termine + Capitale\ proprio}$
- $Tasso\ di\ copertura\ degli\ interessi = \frac{Reddito\ operativo + interessi + imposte}{interessi}$

Le misure che garantiscono un allineamento degli interessi di manager e azionisti sono quelle relative al valore della società. I metodi "Management by Objectives" spesso ricorrono all'uso dei principali indici reddituali, quali il ROE, il ROS e l'EBIT, che si basano però su valori prettamente contabili. Pertanto, negli ultimi anni si è preferito utilizzare un'altra tipologia di misura, più in linea con l'obiettivo di incentivare il manager a creare valore per la società, ossia:

$$EVA = NOPAT - (C * WACC)$$

dove: EVA è il valore economico aggiunto, NOPAT è profitto operativo netto dopo la tassazione, WACC è il costo medio del capitale e C è l'ammontare del capitale investito.

L'EVA si differenzia dai tradizionali indici reddituali, che sono più adatti per valutare l'economicità di una società, in quanto è un valore monetario e riesce a rappresentare meglio il valore creato da parte del management.

In conclusione, bisogna comunque ricordare che non esistono misure e indicatori valide per tutte le società e per tutti i settori. Ogni settore ha i suoi indicatori benchmark, e inoltre ogni società può scegliere a proprio piacimento i parametri e gli indicatori sui quali ancorare i sistemi di incentivazione dei manager.

3.1.3 Relazione Pay-Performance

I primi studi che riguardano l'executive compensation ed in particolare la correlazione tra remunerazione e performance emergono in relazione alle imprese americane (Suntheim ,2011), tanto che il fenomeno degli elevati compensi dei top manager è stato tipicamente ritenuto una prassi di matrice statunitense, successivamente esportata all'estero e, quindi anche in Europa.

Tuttavia, occorre ricordare che vi sono stati in precedenza studi accademici su questa tematica, come ad esempio i lavori di Roberts (1956), Baumol (1959), Lewellen e Huntsman (1970). Successivamente, negli anni ottanta, emergono all'interno della letteratura moderna ulteriori contributi, contestualmente all'affermarsi della teoria dell'agenzia. Uno dei più importanti studi accademici è quello di Murphy (1998): l'autore, dopo essersi soffermato sugli elementi che caratterizzano il pacchetto di retribuzione degli executive delle imprese americane appartenenti a differenti settori, giunge alla conclusione che il livello dell'executive compensation dipende fortemente dal settore di appartenenza; ad esempio, trovata la media delle retribuzioni cross-settore, le società americane appartenenti al settore delle utilities pagano i loro manager con compensi al di sotto delle media mentre le società appartenenti al mondo finanziario sono quelle che stabiliscono i compensi più elevati. Inoltre, Murphy mette in evidenza come la dimensione dell'impresa abbia un significativo impatto sull'ammontare del pacchetto retributivo, che tipicamente si caratterizza da un'elevata frazione di piani opzionari. Questo perché le stock option e i piani azionari costituiscono il primo driver che rende sensibili le retribuzioni alle stock option.

In coerenza con quanto sostenuto da Murphy, studi empirici sostengono che l'executive compensation dipende dalla dimensione dell'impresa ma anche dalla relativa rischiosità della stessa. Inoltre, gli autori aggiungono che le aziende maggiormente monitorate, ad esempio da investitori istituzionali o caratterizzate da strutture altamente concentrate, tendono a selezionare indicatori di performance con bassa volatilità per definire il pacchetto di retribuzione e inoltre trovano che la "pay-performance sensitivity", intesa come variazione in dollari del "CEO wealth" per una variazione in dollari del valore dell'impresa, è più alta negli Stati Uniti che in Germania. Haid e Yurtoglu (2006), in uno

studio condotto su un campione di imprese tedesche, mostra come la struttura proprietaria sia collegata all'executive compensation e abbia un impatto sulla pay-performance sensitivity. Innanzitutto, gli autori mostrano che nei casi in cui vi è una banca nell'azionariato delle imprese i pacchetti retributivi sono più contenuti, viceversa quando le famiglie detengono il controllo dell'impresa l'executive compensation è elevata. In secondo luogo, la relazione tra compensation e performance è assai debole nelle imprese dove non vi è una proporzione tra diritti di voto e quote del cash flow (esempio attraverso strutture piramidali o azioni con diritti di voto multiplo) e inoltre la sensibilità dei compensi alle performance, secondo gli autori, è coerente con il fatto che società con strutture proprietarie più concentrate hanno maggiori incentivi nell'effettuare il monitoring e la supervisione. Duffhues e Kabir (2008) attraverso un'analisi empirica condotta sulle imprese olandesi, arrivano ad affermare che non vi è una significativa correlazione tra executive compensation e performance aziendale, in quanto il management, se dispone di elevato potere, è in grado di modificare il pacchetto retributivo a proprio piacimento. Pertanto, gli strumenti incentivanti di remunerazione, secondo gli autori, amplificano il problema d'agenzia invece che risolverlo. Una delle prime analisi empiriche in Italia su tale tematica è quella di Brunello et al. (1996), i quali mostrano come un incremento del profitto di un in miliardo di lire incrementasse la retribuzione del top management di sole 504 mila lire e di 184 mila lire per il management intermedio.

Volgendo lo sguardo verso il mercato asiatico, si trovano numerose indagini su tale argomento. Zhou et al. (2011) ritengono che il controllo dello Stato nelle imprese e, in particolare nelle banche, deprima pesantemente la possibilità di legare l'executive compensation alle performance aziendali raggiunte. Seguendo questa linea, Kato e Ling (2005), in un'analisi su un campione di società quotate cinesi, scoprono che vi è una correlazione significativa dell'elasticità e della sensibilità dei compensi monetari (stipendio e bonus) rispetto al valore creato per gli shareholders, al tasso di crescita del fatturato e alla negatività del profitto netto. Secondo gli studiosi, i top manager cinesi sono penalizzati per una perdita di esercizio mentre non vengono premiati a fronte di un incremento degli utili. Inoltre, sostengono che la struttura proprietaria delle società abbia un rilevante impatto sulla pay-performance, in particolare le società partecipate dallo Stato mostrano un legame debole tra compensation e risultati raggiunti, non risolvendo quindi il problema

dei costi d'agenzia. Infine, Kato e Kubo (2003), analizzando una serie di imprese giapponesi, scoprono una significativa evidenza a favore del legame tra remunerazione monetaria (cash e bouns) dei CEO e indicatori di performance, tra i quali il ROA.

Come si può osservare da una visione globale della letteratura su questo argomento, non si riesce ad arrivare ad una conclusione univoca e condivisa sul legame tra executive compensation e performance aziendale. Tuttavia, un dato invece condiviso dalla maggior parte degli studi condotti è l'influenza delle strutture proprietarie e di corporate governance sul livello e sull'efficacia dei compensi manageriali.

3.2 Executive compensation e struttura proprietaria

Il dibattito sui sistemi di remunerazione dei manager è un tema di particolare attualità, soprattutto in seguito alla crisi finanziaria degli ultimi anni che ha ulteriormente acceso i riflettori su tale questione. In effetti, se è vero che le società attraverso lo strumento retributivo riescono ad attrarre e a trattenere manager meritevoli e all'altezza dei propri ruoli, è altrettanto vero che spesso, in concomitanza con i più grandi scandali finanziari recenti, sono stati resi pubblici compensi del top management estremamente elevati, che non sono parsi assolutamente coerenti con le performance economiche raggiunte. Basti pensare a due casi emblematici in America ("Il dibattito sui sistemi di remunerazione dei manager ", Barontini, 2004):

- Enron → Kenneth Lay (CEO) ha ricevuto tra il 1999 e il 2001 come stipendio \$ 25.3 milioni e \$ 246.7 milioni in opzioni. Nel 2002 la società è fallita con un passivo pari a \$ 64 miliardi;
- Global Crossing → Gary Winnick (CEO) ha percepito tra il 1999 e il 2001 \$ 420 milioni tra stock options e azioni e \$ 2.8 milioni come stipendio. Nel 2002 la società è fallita.

Ma come si può spiegare l'accadimento di tali situazioni? Innanzitutto, bisogna dire che l'aumento del livello di retribuzione del top management può essere collegato alla sempre più maggiore criticità del fattore manageriale, che a sua volta deriva dall'aumento delle dimensioni delle imprese e dalla maggiore competizione dei mercati. Inoltre, come già detto in precedenza, l'uso degli strumenti opzionari e azionari, invece che allineare gli

obiettivi dei manager a quelli degli azionisti, ha favorito l'espropriazione da parte dei manager a scapito degli azionisti. Infatti, secondo Bebchuck e Fried (2003), le politiche retributive diventano a loro volta causa dei problemi d'agenzia, nel momento in cui il CEO è in grado di esercitare un potere eccessivo, soprattutto nei casi di elevata separazione tra proprietà e controllo, ovvero quando:

- Il CEO ha un'influenza nella scelta dei membri del Consiglio di Amministrazione;
- I membri del Consiglio di Amministrazione non hanno incentivi adeguati che giustificano la loro opposizione al CEO;
- I membri del Consiglio di Amministrazione non hanno le giuste informazioni per fare opposizione al CEO.

In tali situazioni, quindi, non vi è un adeguato controllo da parte del Board nell'interesse dei proprietari della società e l'Executive compensation risulta essere uno strumento di espropriazione.

In questo paragrafo si vuole mettere in evidenza come il compenso degli executive possa essere influenzato dalla struttura proprietaria, e in particolare dalla tipologia di azionista di controllo, dal grado di concentrazione proprietaria, dalla separazione tra i diritti di voto e i diritti ai dividendi, e in ultimo, dalla presenza di patti tra gli azionisti della società.

L'evidenza di elevati livelli di retribuzione del board e del top-management associata a determinate caratteristiche di governance può essere un segnale, nella relazione principale-agente, di espropriazione da parte dei manager o degli azionisti di controllo nei confronti degli altri azionisti; tuttavia, un elevato compenso del board, può essere associato al bisogno di attrarre o trattenere i migliori manager con ottime competenze professionali e quindi cercare di creare un network con altre società attraverso l'allargamento del board, in accordo con la "social network theory". In questo senso, la "social network theory" si propone di spiegare come le imprese, soprattutto quelle familiari, possano migliorare il loro network attraverso l'inserimento di manager altamente qualificati; pertanto, un elevato livello di retribuzione sarebbe dovuto a board di dimensione più grande che rispecchiano meglio questa esigenza di creazione di network da parte delle imprese e inoltre, allo stesso tempo, rifletterebbe il raggiungimento di migliori performance (Barontini e Bozzi, 2009).

Vediamo a questo punto le caratteristiche di governance che possono influenzare la compensazione del board e del top management. Il grado di concentrazione proprietaria ha un impatto significativo sui costi di agenzia e quindi anche sulla retribuzione garantita al management. Come sottolineato da Dyl (1988), nelle “closely held corporations” gli azionisti di maggioranza hanno un rilevante incentivo a monitorare l’operato del management, mentre nelle “widely held companies” nessun singolo azionista ha un incentivo sufficiente ad effettuare l’attività di monitoring a causa del fenomeno del free-riding. Pertanto, in accordo con la teoria d’agenzia, un’attività di monitoring più elevata riduce l’espropriazione delle rendite da parte del manager e porta quindi ad un più basso livello di retribuzione del management. Diversi studi empirici sostengono che la concentrazione proprietaria è negativamente correlata con il livello dell’executive compensation, tra questi si menzionano Dyl (1988), Haid e Yurtoglu (2006).

Un'altra variabile da prendere in considerazione è la tipologia di azionista di controllo che si può distinguere in: famiglia, stato e “widely held corporation”. La proprietà in mano allo Stato solitamente risulta generare rilevanti inefficienze, dovute al fatto che i diritti di controllo sono de facto posseduti da burocrati che non hanno né diritti ai dividendi né incentivi per gestire l’organizzazione efficientemente (Shleifer e Vishny, 1997). Entro questa prospettiva, l’assenza di controllo da parte dell’azionista di maggioranza (lo Stato) potrebbe favorire l’espropriazione delle rendite da parte del management e quindi portare a livelli elevati di executive compensation. D’altra parte, bisogna ricordare che negli ultimi anni è emersa una crescente pressione da parte dell’opinione pubblica nei confronti del sistema politico che ha portato a limitare i compensi eccessivi del management nelle società pubbliche. Le imprese possedute dallo Stato, pertanto, possono essere forzate a ridurre le retribuzioni del management, soprattutto nelle società considerate strategiche nell’interesse nazionale dove ci si aspetta un più efficiente ed efficace monitoring sull’operato del management.

L’analisi teorica dell’impatto della proprietà familiare sui costi d’agenzia si riferisce all’approccio tradizionale principale-agente (Jensen e Meckling, 1976) e porta alla conclusione preliminare che, rispetto alle imprese caratterizzate da azionariato disperso, le imprese familiari sono meno esposte ai costi d’agenzia perché hanno un basso grado di separazione tra proprietà e controllo. In aggiunta, nelle imprese familiari caratterizzate

dalla presenza del socio-fondatore o dei suoi successori, l'impegno della famiglia conduce ad un più intenso monitoring sull'operato dei manager, minimizzando quindi il problema del free-riding tipico delle strutture proprietarie disperse (Andersen e Reeb, 2003a,b). Il problema d'agenzia relativo alla proprietà familiare non consiste nella divergenza degli interessi tra azionisti e manager, come suggerito da Jensen e Meckling (1976), ma piuttosto dagli incentivi della famiglia proprietaria ad estrarre benefici privati del controllo a scapito degli azionisti di minoranza. Come sottolineano DeAngelo e DeAngelo (2000), gli azionisti familiari estraggono benefici privati attraverso dividendi speciali, schemi di retribuzione eccessivi e relazioni con le parti interessate. Nelle imprese familiari, quindi, può essere presente il problema dell'espropriazione delle rendite, che si esplica nella forma di eccessivi compensi al top management. Schulze et al. (2001) sottolineano l'"altruismo" che caratterizza le relazioni tra i membri familiari, che si esplica nella distribuzione di benefici garantiti ai membri familiari, come la sicurezza del posto del lavoro, i compensi extra e privilegi. Come corollario dell'altruismo, Schulze et al. (2002) spiegano che, nonostante il bisogno da parte della famiglia di monitorare e disciplinare le decisioni del management per prevenire inefficienze relative alle relazioni familiari, l'applicazione di formali meccanismi di governance, come la presenza di board indipendenti, risulta essere meno probabile, come conseguenza della prevalenza della sfera familiare rispetto alla sfera del business dell'impresa. Inoltre, recenti studi hanno messo in evidenza che i fondatori del business family giocano un ruolo importante nel determinare le scelte appropriate in relazione alla responsabilità della famiglia nell'impresa e al raggiungimento degli obiettivi di business (Gersick et al. 1997, Athanassiou et al., 2002); il diretto coinvolgimento del fondatore o dei discendenti nel board accentua il problema dell'espropriazione in quanto sono maggiormente in grado di indirizzare le scelte del management verso i propri interessi. Pertanto, sono attesi elevati livelli di retribuzione quando il socio fondatore o i suoi discendenti appartengono al board. L'evidenza empirica sulla relazione tra proprietà familiare e compensazione degli executive non è univoca. Nelle imprese tedesche, Haid e Yurtoglu (2006) trovano una relazione positiva tra proprietà familiare e compenso manageriale. Cohen e Lauterbach (2008), in un campione di imprese israeliane, scoprono che i CEO che appartengono alla famiglia o ad un gruppo che detiene il controllo dell'impresa ricevono un compenso significativamente maggiore rispetto ad un CEO esterno al gruppo o alla famiglia.

Viceversa, Cavalluzzo et al. (2000) trovano una relazione negativa tra family ownership e livello di executive compensation. In ogni caso, la letteratura è abbastanza convinta sul fatto che nelle imprese familiari vi siano livelli di executive compensation più elevati e la presenza del fondatore o dei discendenti nel board sia associata positivamente alla remunerazione degli executive.

Un'altra caratteristica di governance da tenere in considerazione è relativa ai possibili strumenti in grado di aumentare la separazione tra proprietà e controllo, come ad esempio l'uso del meccanismo "dual-class shares" oppure le strutture piramidali. Il limitato ammontare di diritti ai cash flow in relazione a strutture di controllo "highly-leveraged" può accentuare il problema tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza: se, infatti, soltanto una piccola frazione dei costi della società è in capo agli azionisti di maggioranza, questi potrebbero concedersi a inefficienti contratti di remunerazione del top-management (ad esempio, se un membro degli azionisti di controllo è il CEO). Sotto questa prospettiva, l'inefficiente contratto remunerativo può essere considerato un costo d'agenzia dovuto alla separazione tra proprietà e controllo. La letteratura ha posto una discreta attenzione sull'effetto che il divario tra i diritti ai dividendi e quelli di voto esercita sul valore dell'impresa (La Porta et al., 2002; Barontini e Siciliano, 2003), mentre soltanto un piccolo focus è stato posto riguardo all'effetto sull'executive compensation. Haid e Yurtoglu (2006), in un campione di imprese tedesche, mostrano che il divario tra diritti di voto e diritti ai dividendi influenza la relazione tra dimensione dell'impresa e il livello dei compensi (l'incremento della remunerazione nelle imprese più grandi è positivamente influenzato dal divario); tuttavia, non mostrano un'evidenza dell'influenza diretta tra il divario e il livello di executive compensation. In un recente studio, Masulis et al. (2009) trovano che la remunerazione del CEO è significativamente più alta nelle società dove la divergenza tra i diritti di controllo e diritti ai dividendi dell'insider è più alta.

Infine, come le strutture piramidali e la deviazione dalla regola one share-one vote, i patti tra gli azionisti di maggioranza possono avere un impatto sui compensi del board e del top-management, in quanto consentono ai partecipanti alla coalizione di avere un controllo sul board nonostante possiedano una piccola frazione dei diritti ai dividendi dell'impresa. La letteratura suggerisce che patti tra gli azionisti di controllo possono portare ad un livello

più alto di executive compensation in modo tale da estrarre benefici privati relativi al controllo.

In uno studio condotto sul mercato italiano, **Barontini e Bozzi** (2009) testano le seguenti ipotesi:

1. La concentrazione proprietaria è negativamente correlata con l'executive compensation;
2. La tipologia di proprietà influenza l'ammontare dell'executive compensation. Livelli di paga più bassi sono attesi per le imprese controllate dallo Stato;
3. Livelli di compensation più elevati sono attesi per le imprese familiari. Inoltre, la presenza del fondatore o dei suoi discendenti è positivamente correlata con l'executive compensation;
4. L'executive compensation è più elevata nelle imprese con una più grande discrepanza tra diritti di voto e diritti al dividendo;
5. L'executive compensation è più alta nelle imprese con patti tra gli azionisti.

Per testare tali ipotesi i due autori hanno utilizzato un campione di imprese quotate nella Borsa Italiana dal 1995 al 2002, per un totale di 1722 osservazioni corrispondenti in media a 215 imprese all'anno.

Per l'executive compensation è stata utilizzata la variabile "Total Compensation", corrispondente alla somma di retribuzione fissa, bonus, benefici non monetari e altri guadagni come ad esempio compensi da altre imprese controllate oppure rimborsi di spese anticipate. Le variabili relative alla struttura proprietaria sono: (1) "O" → percentuale dei diritti al cash flow del proprietario ultimo dell'impresa, che identifica appunto la concentrazione proprietaria; "C" → percentuale dei diritti di voto del proprietario ultimo dell'impresa; "W" → differenza tra "C" e "O", che riflette l'utilizzo di strumenti come le azioni "dual class" o le strutture piramidali. Inoltre, è stato indicato il 20% come punto di cut-off per verificare l'esistenza di una catena di controllo, pertanto un'impresa che non ha un azionista con più del 20% di quote azionarie è considerata una widely held. La tipologia di proprietario di controllo è definita in relazione alla natura dell'azionista ultimo dell'impresa, ovvero le imprese possono essere familiari ("Family"), controllate dallo stato ("State"), oppure widely held ("WH"); tali variabili sono dummy. In relazione alle imprese familiari, i due autori hanno inoltre verificato se il socio-fondatore

o i suoi discendenti hanno un ruolo nel board dell'impresa attraverso l'utilizzo di variabili dummy. Inoltre, per controllare la presenza di patti tra azionisti è stata utilizzata la variabile dummy (SA_{it}), che ha valore uno se sono presenti patti quali restrizioni sul trasferimento di azioni oppure restrizioni sulle votazioni. Come variabili di controllo sono state inserite:

- la dimensione dell'impresa, identificata dalla variabile logaritmo degli asset totali ($LSize$), in quanto dalla letteratura è emerso che imprese più grandi, in termini di ricavi netti, pagano gli executive con compensi più alti;
- la performance dell'impresa, data la correlazione positiva tra questa e l'executive compensation emersa dalla letteratura, sono state utilizzate due variabili: "RETURN" → stock market returns e il "ROA" → rapporto tra il profitto operativo e gli asset totali;
- l'opportunità di crescita dell'impresa, identificata dalla variabile Q di Tobin (LQ), pari al logaritmo del rapporto tra (Valore a libro degli asset totali – Valore a libro dell'equity + Valore di mercato dell'equity) e (Valore a libro degli asset totali);
- il rischio dell'impresa, identificato dalla variabile (STD) pari alla deviazione standard dei ritorni azionari su un orizzonte pari a 256 giorni.

Per testare l'impatto delle variabili di governance sul livello dell'executive compensation, i due autori hanno utilizzato il seguente modello di regressione:

$$\ln(TOTComp_{it}) = \alpha + \beta CV_{i,t-1} + \Omega YEAR + \gamma INDUSTRY + \lambda CGov_{it}$$

dove $TOTComp_{it}$ è la Total Compensation; CV è il vettore delle variabili di controllo ($LSize$, LQ , STD , ROA_t e ROA_{t-1}); $YEAR$ è il set di variabili dummy per gli anni 1995-2002; $INDUSTRY$ è il set di variabili dummy per i diversi settori; $CGov$ è il vettore delle variabili di governance, precedentemente descritte (O , W , SA , $Family$, $State$, $Widely Held$, $Founder$, $Descendant$, $Out of board$).

I risultati sono riportati in figura 6:

Figura 6 Determinants of board compensation (tabella)

Table 3 Determinants of board compensation

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept	3.9675	4.2109	3.5189	3.8942	3.6030	4.1288
	<i>19.97***</i>	<i>17.58***</i>	<i>17.29***</i>	<i>15.81***</i>	<i>16.88***</i>	<i>15.82***</i>
LSize	0.4306	0.4239	0.4536	0.4383	0.4571	0.4350
	<i>25.16***</i>	<i>22.63***</i>	<i>26.69***</i>	<i>23.32***</i>	<i>25.38***</i>	<i>21.57***</i>
ROA_t	0.2134	1.0497	-0.0347	0.8365	-0.2810	0.4999
	<i>0.40</i>	<i>1.79*</i>	<i>-0.07</i>	<i>1.44</i>	<i>-0.53</i>	<i>0.82</i>
ROA_t-1	1.6659	1.5266	1.4147	1.4412	1.4068	1.4453
	<i>3.16***</i>	<i>2.69***</i>	<i>2.76***</i>	<i>2.57***</i>	<i>2.63***</i>	<i>2.41**</i>
LQ	0.2430	0.3134	0.3064	0.3328	0.3434	0.3997
	<i>2.86***</i>	<i>3.33***</i>	<i>3.70***</i>	<i>3.57***</i>	<i>4.03***</i>	<i>4.15***</i>
STD	-0.1980	-0.3264	-0.3414	-0.4254	-0.4797	-0.4883
	<i>-0.78</i>	<i>-1.28</i>	<i>-1.38</i>	<i>-1.68*</i>	<i>-2.08**</i>	<i>-2.20**</i>
ST_OP	0.1674	0.1426	0.1590	0.1541	0.1457	0.1341
	<i>2.21**</i>	<i>1.82*</i>	<i>2.15**</i>	<i>1.98**</i>	<i>1.94*</i>	<i>1.68*</i>
O		-0.6437		-0.5726		-0.6971
		<i>-4.08***</i>		<i>-3.65***</i>		<i>-4.16***</i>
W		-0.9535		-1.1235		-1.1705
		<i>-3.31***</i>		<i>-3.89***</i>		<i>-3.75***</i>
2nd Sh.		-0.5748		-0.5674		-0.6971
		<i>-1.11</i>		<i>-1.10</i>		<i>-1.30</i>
SA		0.2003	0.2528	0.2187	0.2786	0.2521
		<i>2.84***</i>	<i>3.82***</i>	<i>3.13***</i>	<i>4.04***</i>	<i>3.44***</i>
Family			0.3328	0.2719		
			<i>5.21***</i>	<i>4.11***</i>		
Founder					0.3867	0.3474
					<i>4.70**</i>	<i>3.94**</i>
Descendent					0.3207	0.1910
					<i>4.24***</i>	<i>2.41**</i>
Out board					-0.7282	-0.3630
					<i>-3.37***</i>	<i>-1.56</i>
State			-0.2714	-0.0922	-0.2636	-0.0480
			<i>-3.01***</i>	<i>-0.94</i>	<i>-2.94***</i>	<i>-0.49</i>
R ² adj.	54.42%	61.64%	57.25%	62.70%	58.36%	63.84%

Significant at 1% (***), 5% (**), and 10% (*) levels
T statistics appear in italics, under coefficients

Fonte: Barontini R., Bozzi S., 2009, "Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies, Springer Science+Business Media, LLC

I risultati dimostrano che:

- una struttura proprietaria più concentrata è associata con una più bassa executive compensation, in linea con le evidenze empiriche nei paesi europei e non (coefficiente della variabile O, relativo alla concentrazione proprietaria, negativo e significativo all'1% in tutte le specifiche);
- il livello dell'executive compensation è influenzato dalla natura della proprietà → le imprese possedute dallo stato pagano meno i manager rispetto alle imprese familiari;
- il livello di compensation è influenzato negativamente dal divario fra diritti ai dividendi e diritti di controllo (coefficiente di W negativo e significativo all'1%); questa evidenza è in contrasto con la letteratura tuttavia ulteriori analisi hanno approfondito la questione e si è giunti alla conclusione che questa relazione negativa è dovuta al fatto

che, soprattutto le imprese familiari pagano con compensi elevatissimi i membri del board delle società a capo del controllo, mentre il board delle società non a capo del controllo (dove il divario tra diritti ai dividendi e diritti di voto è elevato) è pagato molto meno;

- i patti tra gli azionisti sono associati con più alte remunerazioni del board (coefficiente di SA positivo e significativo all'1%);
- nelle imprese familiari l'executive compensation è elevata, soprattutto in presenza del fondatore nel board (coefficiente di *Founder* positivo e significativo al 5%). Questa evidenza supporta l'ipotesi dell'espropriazione delle rendite da parte dei membri familiari e conferma la centralità del fondatore nelle scelte strategiche dell'impresa, infatti mette in luce che l'elevata executive compensation associata alla presenza del socio-fondatore è un segnale che gli interessi del business sono secondari a quelli della famiglia, come suggerito dalla relazione negativa tra executive compensation e performance futura dell'impresa.

Un'altra evidenza empirica che mostra la relazione tra la struttura proprietaria e l'executive compensation è quella di Luo e Jackson (2012), relativa al mercato cinese. I due autori rilevano che la concentrazione proprietaria tende ad avere un impatto negativo sulla remunerazione dei top manager. Un incremento di una unità nella frazione di quote azionarie dell'azionista di controllo tende a ridurre la remunerazione del CEO dello 0.82%. In aggiunta, la remunerazione degli executive nelle imprese cinesi non è solitamente determinata dall'azionista di controllo, al contrario da parte dei diversi azionisti di maggioranza presenti nella società. Inoltre, tale studio mostra che sia la tipologia di azionista di controllo sia la presenza di un "compensation committee" hanno una significativa influenza sull'executive compensation. Il coinvolgimento dello stato nella struttura proprietaria limita il livello della remunerazione del CEO, mentre la presenza di un comitato che ha lo scopo di definire il pacchetto remunerativo del CEO sembra facilitare un più alto livello di tale pacchetto.

Infine, si menziona lo studio condotto da Hamid Mehran (1995) che pone l'attenzione sulla relazione tra la struttura proprietaria e la tipologia di remunerazione del CEO (piuttosto che sul livello di remunerazione). Innanzitutto, la performance delle imprese è positivamente correlata con la percentuale di equity posseduta dai top manager e con la

percentuale del loro compenso che si basa sull'equity. Il compenso "equity-based" è molto più utilizzato nelle imprese con più amministratori indipendenti nel board, mentre nelle imprese nella quale gli insider o gli outside blockholders possiedono una quota azionaria più elevata viene utilizzata meno il compenso basato sull'equity, a dimostrazione del fatto che il monitoring effettuato in queste tipologie di imprese sostituisce il sistema incentivante dei compensi basato su piani azionari o opzionari.

Un ulteriore evidenza empirica relativa a questa tematica è quella di Almeida (2014) relativa ad un campione di imprese francesi: le imprese caratterizzate da un basso coinvolgimento degli azionisti nel controllo dell'operato dei manager, come le imprese con azionariato disperso, sono quelle che pagano i CEO con una remunerazione più alta. Inoltre, questa tipologia di imprese utilizza maggiormente, per allineare gli interessi di manager e azionisti, bonus e piani basati sull'equity (azionari e opzionari). Le restanti tipologie di imprese, come le closely held company, utilizzano uno schema retributivo basato maggiormente sul loro grado di coinvolgimento e sull'orizzonte temporale degli investimenti, pertanto sono caratterizzate da remunerazioni dei manager più basse e incentivi basati sul lungo termine piuttosto che bonus e premi annuali.

3.2.1 Remunerazione del CEO nelle imprese familiari: CEO interno o esterno alla famiglia

Le imprese familiari, come già detto in precedenza, si differenziano dalle altre imprese principalmente dal fatto che solitamente proprietà e controllo coincidono nella stessa persona, il socio fondatore. La concentrazione proprietaria in questa tipologia di impresa riduce il conflitto d'agenzia tra manager e azionisti dal momento che i membri della famiglia hanno maggiori incentivi ad effettuare l'attività di monitoring. Tuttavia, il family business può generare un'altra tipologia di problema d'agenzia, ovvero l'estrazione dei benefici privati del controllo da parte degli azionisti familiari a scapito degli azionisti di minoranza. Ad esempio, per preservare tali benefici privati, tali imprese potrebbero promuovere membri familiari nelle principali posizioni del top management piuttosto che reclutare manager più qualificati ma esterni alla sfera familiare. Villalonga e Amit (2006),

in un loro studio, analizzano il valore delle imprese e scoprono che le imprese familiari raggiungono performance migliori rispetto alle restanti imprese, suggerendo quindi che soffrono di minori costi d'agenzia. Tuttavia, le imprese familiari di seconda generazione (ovvero gestite da discendenti del socio fondatore) hanno performance economico-finanziarie più basse; questa evidenza è segnale sicuramente di minor capacità imprenditoriali da parte dei discendenti ma può essere associata anche ad una maggior propensione da parte di questi ad estrarre benefici di controllo a scapito della profittabilità dell'impresa e quindi degli azionisti di minoranza. Si è già detto in precedenza che una struttura proprietaria più concentrata è un meccanismo di allineamento degli interessi tra azionisti e management, dovuta al fatto che l'attività di monitoring è decisamente più rilevante, e quindi può rappresentare un meccanismo alternativo ai sistemi incentivanti pay-for-performance. Pertanto, la letteratura suggerisce che l'executive compensation nelle imprese familiari mostra minori livelli di "pay-for-performance sensitivity".

Raheja (2005) ritiene che teoricamente il monitoring da parte del Consiglio di Amministrazione risulta essere più efficace in presenza di membri familiari nel board che hanno l'incentivo a fornire informazioni agli amministratori esterni che permettono loro di controllare più efficacemente le decisioni prese dal management dell'impresa. Pertanto, il monitoring nelle imprese familiari è più efficace quando i membri familiari sono attivi nel management dell'impresa, e questo quindi porta all'implicazione che la "pay-for-performance sensitivity" sarà più alta quando non vi sono membri familiari che ricoprono ruoli nel top management dell'impresa.

Un'altra riflessione da fare è relativa alla diversificazione del rischio nelle imprese familiari. Queste ultime, rispetto alle società ad azionariato disperso, non diversificano il rischio nei mercati finanziari e quindi sono esposte a più alti livelli di rischio idiosincratichi e totali con conseguente potenziale perdita dei benefici privati del controllo. Inoltre, i membri familiari preferiscono livelli di rischio più bassi rispetto ai proprietari non appartenenti alla famiglia. Per questi motivi si giunge alla seguente implicazione: le imprese familiari hanno sistemi di retribuzione basati su incentivi meno rischiosi rispetto alle altre imprese, specialmente quando i benefici privati del controllo sono elevati e i membri della famiglia sono coinvolti nel top management della società.

La letteratura esistente sull'executive compensation nelle family business è abbastanza limitata. Uno studio interessante che evidenzia i principali fattori determinanti del compenso dei CEO nelle imprese familiari è quello di **Gomez-Mejia et al. (2003)**. Gli autori mostrano come le politiche di retribuzione degli executive dipendano dal fatto che il CEO sia un membro interno o esterno alla famiglia, dalla presenza di investitori istituzionali⁷, dall'ammontare degli investimenti in R&D ed infine dal grado di rischiosità del business. La letteratura evidenzia che gli incumbent aventi legami familiari con i proprietari dell'impresa tendono ad avere una maggior sicurezza del posto di lavoro rispetto ai manager esterni (professionali), inoltre gli executive familiari ricoprono per natura due ruoli interdipendenti tra di loro: un ruolo operativo, come amministratori dell'impresa, e un ruolo non operativo, come garanti del raggiungimento degli obblighi familiari. Per questo motivo i CEO familiari sono ricompensati con ruoli più sicuri. In aggiunta, le aspettative sulle performance dei CEO interni sono solitamente meno elevate rispetto a quelle dei CEO esterni, che spesso vengono chiamati in causa in situazioni difficili, con maggiori probabilità di fallimento. Pertanto, nella logica della teoria dell'agenzia, si può pensare che nelle imprese familiari gli agenti avversi al rischio siano propensi ad avere più bassi guadagni in cambio di una più elevata sicurezza del posto di lavoro se hanno una qualche relazione con i principali (famiglia proprietaria). Viceversa, i CEO professionali richiedono più alti compensi legati alle aspettative di performance riposte su di loro, in cambio di una più bassa sicurezza del posto di lavoro. Questa tendenza è rinforzata dal fatto che i CEO interni sono meno propensi a competere sul mercato esterno, mentre i CEO professionali hanno la libertà di scegliere la migliore offerta tra le alternative disponibili sul mercato manageriale. Pertanto, la prima ipotesi che gli autori testano è la seguente:

1. Il CEO interno riceve un compenso totale più basso rispetto al CEO esterno (professionale). Inoltre, più alta è la concentrazione proprietaria nelle mani dei membri familiari più grande è il gap tra il compenso del CEO familiare (pagato di meno) e quello del CEO professionale (pagato di più).

⁷ Con investitori istituzionali si intendono gli operatori economici che effettuano investimenti sistematicamente e in maniera cumulativa. Fanno parte di questa categoria le banche, le società assicurative, gli istituti di credito, i fondi di investimento, i fondi pensioni e gli enti pubblici territoriali.

Secondo gli autori, gli investitori istituzionali giocano un ruolo attivo nel regolare i problemi di agenzia nelle imprese familiari. La letteratura suggerisce che gli investitori istituzionali pongono particolare attenzione riguardo ai costi d'agenzia associati alla "managerial myopia": gli investitori sono interessati al valore dell'impresa nel lungo periodo mentre i manager solitamente preferiscono avere guadagni personali nel breve periodo e ottenere una reputazione tale da avere avanzamenti veloci di carriera. In relazione a ciò, diversi studi hanno mostrato l'impatto positivo degli investitori istituzionali sull'utilizzo di compensi basati sull'equity per promuovere una prospettiva manageriale di lungo termine e allineare gli interessi tra azionisti e management. Tuttavia, nel caso delle imprese familiari, la prospettiva di lungo termine dei CEO familiari è la naturale conseguenza della "membership" nel sistema familiare, pertanto dal punto di vista degli investitori istituzionali i vantaggi della "long-term pay" sono decisamente ridotti per i CEO interni. Inoltre, enfatizzare gli incentivi retributivi a lungo termine per i CEO interni può promuovere inavvertitamente problemi d'agenzia associati alla "managerial entrenchement". Infatti, disegnare un pacchetto retributivo per il CEO familiare, basato principalmente su incentivi a lungo termine, aumenta sensibilmente la posizione di potere dell'incumbent (che dispone di un'elevata quota di equity) e questo incrementa la probabilità di espropriazione degli azionisti di minoranza dell'impresa. Per tali ragioni, i benefici che derivano dall'utilizzo di incentivi retributivi a lungo termine sono compensati dall'eccessivo controllo dell'incumbent e dai problemi di moral hazard. Riassumendo, se il CEO è un manager esterno all'impresa, gli incentivi a lungo termine possono allineare gli interessi dello stesso con quello degli azionisti, risolvendo quindi i problemi di "managerial myopia" e di informazione asimmetrica; nel caso di CEO interni, aumentare il controllo dell'incumbent attraverso compensi basati sull'equity può avere un impatto negativo sul benessere degli azionisti. Pertanto, la seconda ipotesi testata dagli autori è la seguente:

2. Più alta è la percentuale della quota azionaria nelle mani degli investitori istituzionali, più bassi sono i guadagni a lungo termine ricevuti dai CEO interni. Inoltre, più alta è la percentuale della quota azionaria nelle mani degli investitori istituzionali, più bassa è la proporzione dei guadagni a lungo termine rispetto al pacchetto retributivo totale per i CEO familiari.

Un altro fattore che ha un impatto sull'executive compensation nelle imprese familiari è l'ammontare delle attività di Ricerca e Sviluppo. La letteratura sostiene che imprese caratterizzate da elevati investimenti in R&D pagano di più i loro executive e tendono a enfatizzare la componente variabile del compenso, in particolare i guadagni a lungo termine. In questo senso, tali imprese pagano i CEO con compensi più alti in relazione ai rischi elevati connessi con le attività di R&D. Pertanto, in queste imprese il ruolo degli incentivi a lungo termine si esplica nel "self-monitoring", ovvero nel mitigare le asimmetrie informative tra CEO professionali e azionisti che sono particolarmente presenti nelle imprese con ingenti investimenti in R&D. Nelle imprese familiari, l'influenza positiva delle attività di R&D sul compenso totale del CEO risulta essere più bassa nel caso di CEO interno, infatti all'aumentare dell'intensità delle attività di R&D i vantaggi nell'aver un CEO interno (ad esempio maggiore fedeltà e impegno) si portano dietro due principali problemi: l'impresa è caratterizzata da un set limitato di managerial skill e il CEO interno risulta essere meno qualificato rispetto ai manager esterni. Pertanto, la terza ipotesi è la seguente:

3. L'effetto positivo dell'intensità delle attività di R&D sul livello dell'executive compensation è più basso nel caso di CEO interno.

In ultima analisi, data l'assunzione dell'avversione al rischio degli agenti, la teoria dell'agenzia suggerisce che, all'aumentare del rischio di business incontrollato, il compenso totale del CEO dovrebbe aumentare. Nel caso delle imprese familiari, la relazione rischio-compenso dipende dal legame tra CEO e famiglia proprietaria. Il CEO interno, rispetto ad un CEO outsider che lavora dietro un compenso, concentra tutte le sue forze e i suoi rischi nel business dell'impresa. Questi rischi non sono soltanto finanziari, ma anche socio-emozionali in quanto l'obiettivo ultimo della famiglia proprietaria è quello di tramandare alle generazioni successive l'impresa stessa. Viceversa, il CEO esterno non è né finanziariamente né emotivamente legato all'impresa, in quanto il suo obiettivo ultimo è soltanto quello di guadagnare il più possibile e ricevere un pay-premium rispetto al CEO interno quando è alla guida dell'impresa (come sostenuto nell'ipotesi 1). La quarta ed ultima ipotesi, testata dagli autori, è quindi la seguente:

4. Il compenso totale dei CEO interni cresce più velocemente rispetto a quello dei CEO professionali all'aumentare del rischio d'impresa.

Gli autori testano tali ipotesi su un campione di 253 imprese familiari quotate durante un periodo di 4 anni (1995-1998); seguendo i criteri della letteratura riguardo al family business, definiscono familiari le imprese che soddisfano due condizioni congiuntamente: due o più director del Board appartengono alla famiglia e i membri familiari hanno il controllo di almeno il 5% dei diritti di voto. Inoltre, 148 di tali imprese hanno il CEO interno, mentre le restanti sono gestite da un CEO professionale.

Le variabili utilizzate per il modello di regressione sono:

- CEO Compensation → sono state incluse misure sia del livello del compenso (compenso totale, stipendio, bonus e guadagni a lungo termine [LTI]), sia del mix del compenso (stipendio/compenso totale, bonus/compenso totale, LTI/compenso totale);
- CEO Family Status → variabile dummy che ha valore 1 se il CEO appartiene alla famiglia, altrimenti valore 0 se il CEO è esterno;
- Struttura proprietaria → è stata misurata la percentuale di stock posseduta dal CEO, la percentuale di stock posseduta dalla famiglia (escluso il CEO) e la percentuale di stock posseduta dagli investitori istituzionali;
- Firm risk → variabile che misura la variabilità nei ritorni azionari delle imprese;
- R&D Intensity → misura del rapporto tra le spese in R&D e le vendite;
- Variabili di controllo → dimensione dell'impresa (valore medio delle vendite), firm performance (ROA e valore medio dei ritorni azionari), caratteristiche del CEO (età, CEO Chair se il CEO è anche Chairman del Board, CEO Founder se il CEO è anche il fondatore, CEO Compensation Committee se il CEO appartiene alla Compensation Committee), percentuale dei membri familiari nel Board, caratteristiche dell'impresa (industry, età).

Le ipotesi sono state testate attraverso un'analisi di regressione, con la variabile CEO compensation come variabile dipendente; per prima cosa gli autori hanno considerato gli effetti di tutte le variabili sulla variabile dipendente, successivamente sono stati inseriti i termini di interazione ovvero l'interazione tra la variabile dummy CEO family status e: % family ownership (ipotesi 1), % institutional ownership (ipotesi 2), R&D intensity (ipotesi 3), risk firm (ipotesi 4). Un segno positivo del termine di relazione significa che l'effetto di

tale variabile sul compenso del CEO è maggiore nel caso di CEO familiare (e viceversa se il segno è negativo).

La tabella sottostante sintetizza i risultati della regressione:

Figura 7 Predictors of CEO level and pay mix (tabella)

	Main Effects	Total Pay	Salary		Bonus		LTI	
			Amount	% Mix	Amount	% Mix	Amount	% Mix
1	Sales	.37**	.44**	-.59***	.48***	.50**	.19	.33 ⁺
2	Return on Assets	-.12	-.05	.10	-.12	.01	-.11	-.18
3	Excess Returns	.06	.08	.03	.11	.06	.03	.02
4	Industry	-.10	-.20 ⁺	-.08	.04	.11	-.09	.05
5	Firm Age	-.24*	-.19*	.04	-.21 ⁺	-.04	-.19	-.03
6	International Diversification	-.06	-.04	-.08	.18	.15	-.14	-.04
7	CEO Board Chair	-.07	.08	.06	-.11	-.12	-.08	.01
8	CEO Founder	-.01	-.18	-.09	-.20	.02	.09	.06
9	CEO Tenure	.15	.35**	.22	.28*	-.12	.02	-.16
10	Family in Board	.05	-.02	-.00	-.01	-.11	.05	.07
11	% Family Ownership	.01	.04	.06	-.01	-.22	-.01	.05
12	Institutional Ownership	-.05	.14	.14	.06	.04	-.10	-.15
13	% CEO Ownership	.01	.01	.01	.02	.09	.01	-.05
14	CEO Com. Committee	-.04	.06	.10	.07	.08	-.09	-.24
15	Family Comp. Committee	-.06	-.08	-.11	.03	.16	-.07	.03
16	Family CEO	-.25 ⁺	-.15	.19	-.16	-.03	-.22 ⁺	-.13
17	Systematic Risk	.37**	.20*	-.08	.12	-.16	.38*	.20
18	Unsystematic Risk	-.03	-.00	-.02	-.03	-.09	-.03	.08
19	Research & Development	.22 ⁺	.13	-.06	.03	-.00	.23 ⁺	.07
	Adj. R ²	.33***	.43***	.28***	.31***	.03	.08	.02
	Interaction with CEO Family							
	Systematic Risk (17*16)	.69***	.25	-.27	-.10	-.38	.81***	.52*
	Unsystematic Risk (18*16)	.32	.10	-.23	-.33	-.45	.41	.20
	R&D (14*16)	-.93***	-.18	.47*	-.15	.38	-.46***	-.90***
	% Inst. Ownership (12*16)	-.19	.23	.14	.15	.45 ⁺	-.36*	-.58**
	% Family Ownership (11*16)	-.21*	-.32**	.27 ⁺	-.26 ⁺	-.36*	.10	-.05
	Δ Adj. R ²	.39***	.05*	.05*	.00	.08*	.53***	.17**

⁺P < .10
 *P < .05
 **P < .01
 ***P < .001

Fonte: Gomez-Mejia, L. R., M. Larraza-Kintana, and M. Makri, 2003, The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, *Academy of Management Journal* 46, 226-237

I risultati dello studio degli autori, in relazione alle ipotesi precedentemente descritte, dimostrano che:

1. I CEO familiari ricevono un compenso totale più basso rispetto ai CEO professionali ($\beta = -0.25$, $P \leq 0.10$), inoltre all'aumentare della family ownership il compenso del CEO interno diminuisce ($\beta = -0.21$, $P \leq 0.05$);

2. All'aumentare della quota azionaria in mano agli investitori istituzionali, sia l'ammontare relativo ($\beta = - 0.36, P \leq 0.05$) sia il mix dei guadagni a lungo termine rispetto al compenso totale ($\beta = - 0.58, P \leq 0.01$) diminuisce per il CEO familiare;
3. L'effetto degli investimenti in R&D sul compenso del CEO è più basso per i CEO familiari ($\beta = - 0.93, P \leq 0.001$) e tali CEO familiari sono pagati tramite cash ($\beta = 0.47, P \leq 0.05$) piuttosto che attraverso compensi a lungo termini ($\beta = - 0.90, P \leq 0.001$);
4. Il rischio d'impresa ha un effetto positivo più grande sul compenso del CEO nel caso di CEO familiare ($\beta = 0.69, P \leq 0.001$)

In conclusione, gli autori trovano che il compenso totale è più basso per i CEO "interni" (ovvero appartenenti alla famiglia), rispetto ai CEO "esterni" ma il loro pacchetto retributivo è molto più isolato dal rischio. Pertanto, i CEO interni ricevono maggiore assicurazione sul loro posto di lavoro in cambio di un minor compenso totale. Gli autori, inoltre, sostengono che gli investitori istituzionali giocano un ruolo importante nel definire le politiche retributive nelle imprese familiari. L'evidenza è consistente con le aspettative teoriche che i problemi d'agenzia, da un punto di vista degli investitori esterni, differiscono in relazione ai legami della famiglia con il top-management. La "managerial myopia", nel caso di CEO esterni, può essere ridotta attraverso compensi basati su incentivi di lungo periodo; dall'altra parte, il coinvolgimento manageriale ("managerial entrenchment"), nel caso di CEO interni, può essere tenuto sotto controllo non fornendo a essi pacchetti retributivi basati maggiormente sull'equity, quindi piani azionari o opzionari, in modo tale da non aumentare la loro posizione di potere.

In linea con queste evidenze, Ryan e Wiggins (2001) scoprono che i CEO interni ricevono un pacchetto retributivo con una minor percentuale di azioni rispetto ai CEO esterni. Croci, Gonec e Ozkan (2010), in unno studio condotto sulle imprese in Europa continentale, documentano una minor remunerazione totale del CEO (e minori compensi basati su piani azionari e opzionari) nelle imprese familiari. Infine, Li, Ryan e Wang (2011), attraverso un'analisi empirica sull'executive compensation nelle imprese familiari, dimostrano che, quando un membro familiare è un esecutivo nel management (ad esempio è il CEO), vi sono meno incentivi legati a piani basati sull'equity, deboli incentivi alle promozioni e all'assunzione di rischi. Tali deboli incentivi al turnover e all'assunzione di rischi conferma la rilevante presenza dei benefici privati del controllo nelle family business. Quando non

sono presenti membri familiari nelle posizioni più importanti del management societario, gli autori non trovano differenze tra le imprese familiari e quelle non familiari riguardo agli incentivi remunerativi.

In conclusione, le imprese familiari, soprattutto nel caso di CEO appartenente al nucleo familiare, rappresentano un trade-off tra più bassi costi d'agenzia relativi al rapporto manager-azionista e più alti costi d'agenzia associati ai benefici privati del controllo della famiglia. In tal senso, quindi, è interessante riflettere anche sull'influenza del sistema giuridico sulle politiche di retribuzione. Nelle società ad azionariato diffuso, come già detto in precedenza, risulta essere opportuno ridurre il potere dei manager attraverso:

- una sostanziale indipendenza dei membri del Consiglio di Amministrazione dal CEO;
- un maggiore controllo esercitato dagli investitori istituzionali;
- una completa disclosure sulle politiche remunerative.

Lo stesso discorso vale per le società con strutture proprietarie concentrate, come le family firm, inoltre risulta essere necessaria una maggiore trasparenza che permetta di minimizzare l'incentivo ad estrarre benefici privati, come ad esempio eccessivi compensi del top management e del board. In tal senso, è emerso il meccanismo del "say on pay", attraverso il quale l'assemblea dei soci è chiamata a deliberare sulle politiche retributive. La delibera dei soci non è vincolante ma meramente consultiva, tuttavia il meccanismo di tale voto può portare ad una maggiore creazione di valore nelle imprese. Recentemente, infatti, la Consob⁸ ha effettuato un'analisi sull'efficacia di tale voto consultivo nel nostro contesto nazionale caratterizzato da una struttura proprietaria altamente concentrata e quindi ha verificato se tale voto possa essere utile ad esprimere il dissenso sulle politiche di remunerazione o se invece la prevalenza degli azionisti di maggioranza in tali società ne invalidi il comportamento segnaletico. Lo studio ha mostrato che, anche in società con proprietà concentrata come le imprese familiari, il voto consultivo degli azionisti di minoranza non perde di efficacia; anche se il voto riguarda solo la politica retributiva e non il totale livello di remunerazione assegnato, emerge che il dissenso non ha una

⁸ "Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy" e pubblicato sul sito della Consob nel febbraio 2014.

correlazione con i risultati economici, ma mira a identificare i casi di retribuzioni eccessive o di mancata trasparenza nel mostrare i sistemi di remunerazione variabile.

CAPITOLO 4 – RELAZIONE TRA REMUNERAZIONE DEL CEO E DIVIDEND PAYOUT RATIO NELLE IMPRESE FAMILIARI E NON FAMILIARI

4.1 Dividend smoothing nelle imprese familiari e non familiari

La letteratura ha lungamente discusso sui diversi problemi di agenzia e di asimmetria informativa che caratterizzano le imprese familiari rispetto a quelle non familiari. La politica dei dividendi, come già detto in precedenza nel capitolo 2, può essere una soluzione a tali problemi, tuttavia differisce fortemente a seconda della struttura proprietaria delle imprese.

Lintner (1956) esamina la velocità attraverso la quale le imprese aggiustano i loro dividendi verso il target payout ratio, stabilito a priori dalle imprese; l'autore osserva come questo processo di aggiustamento sia graduale e definisce tale processo con il termine "dividend smoothing". Il dividend smoothing viene teoricamente considerato come soluzione ai problemi di agenzia e di asimmetria informativa: nelle imprese ad azionariato disperso il principale conflitto avviene tra gli azionisti e il management, a causa della separazione tra proprietà e controllo, mentre nelle imprese familiari, nelle quali il conflitto tra azionisti e manager è mitigato dal costante monitoring e dall'influenza della famiglia sull'operato del management, il conflitto avviene tra gli azionisti di minoranza e quelli di maggioranza (espropriazione degli azionisti di minoranza). In generale, le evidenze empiriche suggeriscono che il costo aggregato d'agenzia nelle imprese familiari sia minore rispetto a quello delle imprese non familiari.

Le imprese familiari differiscono da quelle non familiari nella loro struttura proprietaria: il controllo normalmente è nelle mani della famiglia proprietaria e quest'ultima ha un forte interesse non solo nel monitorare l'operato dei manager ma anche di influenzare le decisioni dello stesso; per questa ragione, molte imprese familiari sono gestite da membri familiari che occupano spesso ruoli rilevanti e strategici dell'impresa. Dato l'elevato

monitoring e lo stretto legame con il management, la famiglia proprietaria è in grado di allineare efficacemente gli interessi tra azionisti e management, di avere un maggior accesso alle informazioni e una miglior conoscenza della natura del business; questo comporta una minor asimmetria informativa tra azionisti e management. Tuttavia, questo eccessivo potere nelle mani della famiglia può incrementare i conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

Hu et al. (2007) esaminano le differenze nella payout policy tra imprese familiari e non familiari e trovano che le prime in media hanno più bassi dividend payout ratio rispetto alle seconde, a supporto dei minori problemi d'agenzia che caratterizzano le imprese familiari. Le imprese con più elevati problemi di agenzia sono meno in grado di mantenere il target payout ratio ottimo e non sono propense a cambiare i loro dividendi. Questa argomentazione può spiegare il comportamento delle imprese riguardo al dividend smoothing: le imprese caratterizzate da maggiori problemi di agenzia sono più propense a mantenere costanti i loro dividendi.

L'impatto dei conflitti di agenzia sul dividend smoothing è stato testato empiricamente dalla letteratura. Dewenter e Warther (1998) trovano che le imprese giapponesi, specialmente quelle guidate dai "keiretsu", siano più propense a tagliare od omettere i dividendi rispetto alle imprese americane; tali imprese, infatti, soffrono di minori problemi di agenzia e di asimmetria informativa in quanto gli azionisti hanno stretti legami con il management e hanno orizzonti di investimento a lungo termine. Seguendo questa linea, Chemmanur et al. (2007) argomentano che le imprese di Hong Kong, caratterizzate da un'elevata concentrazione proprietaria e quindi da minori conflitti di agenzia, hanno minori livelli di dividend smoothing.

Oltre ai conflitti di agenzia, anche l'asimmetria informativa può spiegare la relazione tra struttura proprietaria e dividend smoothing. Quando la concentrazione proprietaria aumenta, il grado di asimmetria informativa tra management e azionisti diminuisce, e quindi i manager saranno meno propensi ad utilizzare i dividendi per dare informazioni all'esterno e intraprenderanno minori comportamenti di dividend smoothing.

Lau e Wu (2010), in uno studio condotto su un campione di imprese americane, cercano di spiegare la relazione tra struttura proprietaria e dividend smoothing, testando la seguente ipotesi:

H1: Le imprese familiari intraprendono minori comportamenti di dividend smoothing rispetto alle imprese non familiari

Per testare l'ipotesi, gli autori riprendono il modello di Lintner:

$$D_{i,t} = D_{i,t-1} + c(bE_{i,t} - D_{i,t-1})$$

dove $D_{i,t}$ sono i dividendi al tempo t dell'impresa i , $E_{i,t}$ sono gli utili al tempo t dell'impresa i , $D_{i,t-1}$ sono i dividendi erogati dall'impresa i al tempo $t-1$, b è il target payout ratio e c è la velocità di aggiustamento (SOA) o parametro di smoothing. Più alto è c , più veloce è l'aggiustamento verso il target payout ratio. Il Dividend smoothing implica che c sia minore di 1.

L'equazione precedente può essere riscritta nel seguente modo:

$$D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Il parametro di smoothing "c" è catturato dal coefficiente β_1 . $\beta_1 = (1-c)$, pertanto un alto valore di β_1 indica una bassa velocità di aggiustamento e quindi un alto grado di dividend smoothing.

Gli autori, per testare la loro ipotesi, inseriscono la variabile (Fam) che cattura la classificazione tra imprese familiari e non familiari. Il modello di regressione è quindi il seguente:

$$D_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 E_{i,t} + \alpha_2 \text{Fam}_{i,t} + \gamma_1 \text{Fam}_{i,t} * D_{i,t-1} + \gamma_2 \text{Fam}_{i,t} * E_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Quando la variabile Fam è uguale a 1, l'impresa è classificata come familiare, viceversa quando Fam = 0 l'impresa è classificata come non familiare. In accordo con la letteratura, un'impresa è considerata familiare se il fondatore o i suoi discendenti continuano a mantenere posizioni rilevanti nel top management e nel board e detengono una quota azionaria che permette loro di essere l'azionista di maggioranza.

Le variabili scelte dagli autori sono le seguenti:

- Dividendi → è stata utilizzata come variabile dipendente il "Dividend per share" (DPSA), ovvero il rapporto tra dividendi totali e azioni in circolazione (aggiustato per il frazionamento delle azioni);
- Utili → è stata utilizzata la variabile "Earning per share" (EPSA), ovvero il rapporto tra utili e azioni in circolazione (aggiustato per il frazionamento di azioni);

- Variabili di controllo → dimensione dell'impresa (logaritmo delle vendite), opportunità di crescita dell'impresa (market-to-book ratio), leverage dell'impresa (rapporto tra debiti totali e valore a libro degli asset);
- Variabili dummy per il settore industriale (SIC) e l'anno.

I risultati dell'analisi di regressione sono descritti nella tabella sottostante:

Figura 8 Lintner Model Regression Estimates: Dividend Smoothing (tabella)

Lintner Model Regression Estimates (Dividend Smoothing)

	No. of Obs.	Constant	DPSP	EPSA	DPSP*Fam	Adj. R-square
Total Sample	4255	0.10546 (6.77)***	0.90754 (89.85)***	0.004522 (3.00)***		65.5
	3076	0.19208 (8.08)***	0.84527 (61.53)***	0.015667 (5.76)***		55.8
SIC & Year indicators	4255	0.8124 (5.56)***	0.88978 (84.32)***	0.004309 (2.82)***		66.0
	3076	0.8843 (5.19)***	0.8218 (56.95)***	0.015088 (5.29)***		56.4
DPSP*Fam interaction	4255	0.07559 (3.98)***	0.95996 (76.52)***	0.004567 (2.99)***	-0.18289 (-8.36)***	66.1
	3076	0.12615 (4.33)***	0.91726 (52.83)***	0.015982 (5.85)***	-0.22946 (-7.94)***	56.9
DPSP*Fam interaction with SIC & Year indicators	4255	0.7225 (4.98)***	0.94649 (72.32)***	0.003847 (2.48)**	-0.18149 (-8.24)***	66.5
	3076	0.76 (4.49)***	0.89871 (49.52)***	0.014405 (5.04)***	-0.22473 (-7.74)***	57.4
DPSP*Fam interaction with SIC & Year indicators, and control variables	4254	0.1678 (0.96)	0.9131 (65.06)***	0.0059 (3.63)***	-0.17848 (-8.12)***	66.9
	3076	0.1639 (0.74)	0.86957 (45.26)***	0.017947 (6.11)***	-0.22189 (-7.60)***	57.9

Fonte: Lau, J., & Wu, H. (2010). Founding Family Ownership and Dividend Smoothing. Working Paper

La variabile dipendente è DPSA, ovvero il dividend per share al tempo t aggiustato per il frazionamento di azioni. DPSP è il dividend per share al tempo t-1 mentre EPSA è l'earning per share al tempo t. DPSP*Fam è la variabile di interazione tra DPSP e FAM (FAM=1 per le imprese familiari, FAM=0 per le imprese non familiari). Per ogni regressione, la prima si riferisce alle osservazioni che includono anche le imprese con dividendi pari a 0, la seconda alle osservazioni che includono soltanto dividendi positivi. La statistica t è pari a ***, **, * che rappresentano rispettivamente 1%, 5%, e 10% livello di significatività.

Nel primo modello di regressione, che include soltanto le variabili DPSP e EPSA, sia i dividendi unitari al tempo t-1 sia gli earning per share sono altamente significativi. La statistica t dei dividendi unitari è molto più alta rispetto a quella degli earning per share, a testimonianza del fatto che i dividendi unitari prevedono meglio il comportamento dei

dividendi unitari correnti. Il parametro di smoothing in tutte le osservazioni è $(1 - \beta_1)$, ovvero $(1 - 0.90754)$ pari al 9.25%, indicando quindi che in media le imprese impiegano circa 11 anni ad aggiustare il proprio dividendo al target payout ratio. La regressione che include soltanto le osservazioni con dividendi positivi mostra una velocità di aggiustamento leggermente superiore, pari al 15,5%, in ogni caso i risultati indicano che in media le imprese del campione raggiungono livelli alti di dividend smoothing. Nel secondo modello di regressione sono incluse le variabili relative al settore industriale e all'anno: i risultati sono simili al primo modello.

Nel terzo modello di regressione viene inclusa, oltre alle variabili già presenti nei primi due modelli, la variabile di interazione DPSP*FAM che permette di distinguere il comportamento delle imprese familiari da quelle non familiari in relazione al dividend smoothing. I risultati confermano l'ipotesi degli autori, infatti il termine di interazione ha un coefficiente negativo e significativo, implicante che le imprese familiari hanno una maggiore velocità di aggiustamento (parametro c). La velocità di aggiustamento delle imprese non familiari è pari al 5.35% $(1-0.94649)$, mentre quella delle imprese familiari è pari al 23.5% $(1-(0.94649-0.18149))$; in altre parole, le imprese non familiari impiegano 19 anni ad aggiustare i loro dividendi al target payout ratio mentre le imprese familiari in media soltanto 4 anni. La regressione con le osservazioni con solo i dividendi positivi mostra una discrepanza, con le imprese non familiari che impiegano circa 10 anni a raggiungere il target pay-out ratio mentre le imprese familiari soltanto 3 anni.

Nel quarto e nel quinto modello vengono incluse, rispetto al terzo modello, le variabili relative all'anno e al settore industriale e le variabili di controllo, tuttavia il termine di interazione rimane altamente significativo e non ci sono cambiamenti nei coefficienti.

In sintesi, i risultati confermano la differenza nel comportamento tra imprese familiari e non familiari, supportando quindi che il grado di dividend smoothing raggiunto dalle imprese familiari, caratterizzate da minori problemi di agenzia, è molto inferiore rispetto a quello delle imprese non familiari.

Per comprendere nel dettaglio tale diverso comportamento tra imprese familiari e non familiari, gli autori hanno verificato se un livello più basso di dividend smoothing per le family business dipenda dalla volontà delle stesse di aumentare i dividendi quando gli utili aumentano o tagliare gli stessi in relazione a utili inferiori. In generale la letteratura

sostiene che i manager siano più riluttanti a tagliare i dividendi rispetto ad incrementarli, a causa della penalizzazione del mercato sul valore delle azioni in seguito all'eventuale taglio dei dividendi; tale fenomeno viene definito con il termine "smoothing asymmetry". Per verificare tale ipotesi, gli autori hanno suddiviso il campione di imprese in due sotto-campioni: uno comprendente le imprese con significativi incrementi di utili rispetto all'anno precedente (soglia del 25% di incremento degli utili rispetto all'anno precedente) e uno comprendente le imprese con significativi decrementi di utili rispetto all'anno precedente (soglia del 25% di decremento degli utili rispetto all'anno precedente). Per ogni sotto-campione è stata utilizzata una regressione logistica che mette in relazione i cambiamenti significativi dei dividendi (variabile dipendente), definiti tali con una soglia del 25% o del 10% di cambiamento dei dividendi), rispetto alle variabili indipendenti, quali la variabile che distingue le imprese familiari da quelle non familiari e le variabili di controllo.

I risultati sono mostrati nella tabella sottostante:

Figura 9 Smoothing asymmetry (tabella)

Dependent variable	Significant Earnings Increase		Significant Earnings Decrease	
	DPSAi25	DPSAi10	DPSAd25	DPSAd10
	1	2	3	4
Constant	-3.66116 (-4.24)***	-1.8484 (-3.38)***	0.34788 -0.24	0.7984 -0.74
FamNon	0.650259 (3.27)***	0.45885 (3.54)***	0.02784 -0.08	0.4025 -1.56
Lsales	0.07395 0.39	0.08782 -0.72	-0.77448 (-2.20)**	-0.7006 (-2.66)***
MTB	-0.002123 (-0.50)	-0.001353 (-0.48)	-0.00831 (-0.43)	-0.02471 (-2.23)**
Lever	-0.46299 (-0.64)	-2.0332 (-4.21)***	1.69538 -1.48	2.0937 (2.48)**
TanA	1.1457 (2.64)***	1.0957 (3.85)***	-0.24104 (-0.33)	-0.4589 (-0.82)
ROA	3.4165 (3.28)***	3.7322 (4.76)***	-9.10135 (-3.91)***	-10.497 (-5.33)***
No. of obs	1472	1472	752	752
Log-Likelihood Ratio	-412.069	-823.511	-156.738	-244.431
Chi-squared	26.686***	79.092***	21.69***	49.948***

Fonte: Lau, J., & Wu, H. (2010). Founding Family Ownership and Dividend Smoothing. Working Paper

DPSAi25, DPSAi10, DPSAd25, DPSAd10 sono le variabili indipendenti per ogni rispettiva regressione; la statistica Z pari a ***, ** e * denota una significatività del 1%, 5% e 10% rispettivamente.

I risultati mostrano che le imprese familiari in media sono più propense ad incrementare i dividendi del 25% quando vi sono incrementi degli utili rispetto alle imprese non familiari, con un coefficiente positivo e altamente significativo. Tale coefficiente pari a 0.65 significa che in media le imprese familiari hanno una probabilità circa doppia di incrementare i dividendi di almeno il 25% in relazione ad incrementi positivi degli utili. Un risultato simile è ottenuto con la variabile dipendente pari almeno al 10% di incremento dei dividendi: il coefficiente della variabile family pari a 0.46 significa che le imprese familiari in media incrementano i dividendi circa 1.6 volte rispetto alle imprese familiari. Per quanto riguarda le osservazioni che includono le imprese con significativi decrementi degli utili (modelli 3 e 4), il coefficiente relativo all'indicatore family è di nuovo positivo ma statisticamente non significativo; ciò implica che non vi sono differenze tra imprese familiari e non familiari riguardo alla propensione a tagliare i dividendi in relazione a decrementi degli utili.

L'analisi empirica degli autori, pertanto, dimostra che la differenza rilevante del livello di dividend smoothing tra imprese familiari e non familiari, documentata nella tabella 7, è dovuta principalmente al fatto che le imprese familiari sono più propense ad aumentare i dividendi in risposta ad aumenti degli utili.

4.2 Relazione tra executive compensation e dividend payout ratio

In questo paragrafo si vuole spiegare la relazione che intercorre tra l'executive compensation e il dividend payout ratio. Come già descritto nel capitolo 2, la letteratura ha avanzato tre principali paradigmi per spiegare il "dividend puzzle":

- Modigliani e Miller (1961) spiegano la "tax clientele theory", in base alla quale ogni investitore seleziona i portafogli in base alle proprie aliquote fiscali. Un cambio nei dividendi modifica la posizione fiscale degli azionisti e induce la negoziazione in modo che gli investitori riequilibrino i propri portafogli;
- La "signalling theory" (Bhattacharya, 1979; John e Williams, 1985; Miller e Rock, 1985) sostiene che i manager utilizzino i dividendi per segnalare informazioni private dell'impresa agli investitori;

- La “free cash flow hypothesis” (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) spiega che un incremento nei dividendi è favorevolmente recepito dagli investitori perché significa che i manager hanno a disposizione meno liquidità da investire in progetti con valore attuale netto negativo (NPV negativo).

Una crescente attenzione da parte degli studiosi è rivolta a questo ultimo punto in quanto il dividend payout è considerato un efficace strumento nel mitigare i costi d’agenzia, infatti il dividend payout può potenzialmente incrementare la minaccia di mancanza di liquidità che può condurre ad aumentare la sensibilità del turnover del management in relazione a performance scarse (Zwiebel, 1996), e fornisce incentivi al manager ad evitare il sovrainvestimento in benefici e privilegi individuali (Lie, 2000; DeAngelo et al. ,2004; Tirole ,2006).

Chang (1993) motiva la relazione tra executive compensation e dividend payout dimostrando che riduce eccessivi reinvestimenti o investimenti in progetti con NPV negativo. I ricavi futuri da questi progetti con NPV negativi sono spesso minori rispetto al mancato pagamento dei dividendi. Gli azionisti, pertanto, devono pesare le loro idee riguardo alle previsioni del management sulla profittabilità relativa dei reinvestimenti con la probabilità che il management pagherà i dividendi. DeAngelo et al. (2004) asseriscono che le imprese pagano i dividendi per mitigare i problemi di agenzia, e Lie (2000) suggerisce che un incremento del pagamento dei dividendi mitiga i problemi di agenzia associati con l’eccesso di fondi a disposizione del management. La relazione tra opportunità di investimento e il compenso del CEO è stabilita da Smith e Watts (1992) e Gaver e Gaver (1993), i quali sostengono che imprese con scarse opportunità di investimento hanno CEO con bassi compensi. Tirole (2006) mostra che i manager affrontano un trade-off nel determinare i livelli del dividend payout.

Se il dividend payout è un efficace strumento per mitigare i costi di agenzia, ne discende che un efficiente pacchetto di retribuzione per i manager debba essere disegnato per ricompensare appropriati livelli di dividend payout. Consistente con questa idea, alcuni studiosi hanno notato una relazione positiva tra pagamento dei dividendi e executive compensation. Lewellen et al. (1987) trovano una significativa relazione positiva tra executive cash compensation (stipendio e bonus) e dividend payout, un risultato coerente con lo studio di Healy (1985) il quale sostiene che un limite superiore ai bonus elargiti agli

executive è funzione dei dividendi pagati. Queste evidenze suggeriscono che un modello che leghi il dividend payout all'executive compensation possa essere in grado di fornire utili considerazioni riguardo alla dividend policy. Tuttavia, bisogna osservare che esistono numerosi strumenti per fornire incentivi al management, oltre ai dividendi, come ad esempio la presenza di investitori istituzionali e il Consiglio di Amministrazione. Se consideriamo questi altri strumenti all'interno dei meccanismi di governance, la relazione tra dividend payout e "managerial compensation" si attenua.

Bhattacharyya (2007) sviluppa un modello che si basa esclusivamente sui dividendi e sull'executive compensation per due ragioni. In primo luogo, il modello deve essere il più semplice possibile e secondariamente gli utili trattenuti risultano essere una potente fonte di investimento nei paesi sviluppati, essendo una fonte caratterizzata da minori problemi rispetto all'equity o al debito. Per tale motivo, il dividend payout rappresenta un elemento chiave nella strategia di corporate finance delle imprese. Un'appropriata politica dei dividendi può essere cruciale per la performance aziendale e quindi un importante strumento per la corporate governance. Il modello si basa sull'approccio principale-agente: gli azionisti (principale) predispongono un menu di contratti per selezionare il manager (agente) in accordo con il livello di produttività, che è noto all'agente. L'autore assume che i proprietari d'impresa affidano le risorse al management il cui obiettivo principale è trovare e sfruttare opportunità di investimento con NPV positivo. Idealmente, il manager investe in tutti i progetti di investimento profittevoli e, nel caso rimanesse a disposizione della liquidità, i proprietari preferirebbero che tali risorse tornassero a loro (ad esempio sotto forma di dividendi) piuttosto che essere investite in progetti con NPV negativo. Secondo la prospettiva principale-agente, il problema del principale è definire un contratto di retribuzione che incentivi il manager ad agire in questo modo. Bhattacharyya parte definendo un contratto di retribuzione lineare dove l'executive compensation è funzione lineare dei dividendi e dell'output. Se tale contratto fosse funzione lineare soltanto dei dividendi, allora il manager sarebbe disposto a definire un dividend payout ratio pari al 100%; essendoci anche l'output come componente di tale funzione lineare, il manager cerca di raggiungere un equilibrio tra erogazione dei dividendi e investimenti.

Tale contratto può essere modellato nel seguente modo:

$$w_j = b_0 + b_d D_j + b_Y Y_j$$

dove:

$w_j \rightarrow$ compenso manageriale per l'impresa j . È una variabile stocastica perché dipende dall'output Y_j

$D_j \rightarrow$ dividendi dichiarati dall'impresa j

$Y_j \rightarrow$ output derivante dalla funzione di produzione $Y_j = \Theta_j \ln(C_j - D_j) + \varepsilon_j$

$C_j \rightarrow$ cash disponibile dell'impresa j

$\Theta_j \rightarrow$ parametro della produttività manageriale; è asimmetricamente conosciuto soltanto dal manager

$\varepsilon_j \rightarrow$ errore

$b_0, b_d, b_Y \rightarrow$ coefficienti

Sostituendo l'equazione della funzione di produzione nell'equazione del contratto retributivo, e svolgendo alcuni passaggi, si arriva alla seguente relazione:

$$\ln\left(1 - \frac{D_j}{C_j}\right) = \frac{1}{\Theta_j b_Y} w_j - \frac{b_0}{b_Y \Theta_j} - \frac{b_d D_j}{b_Y \Theta_j} - \ln C_j - \frac{1}{\Theta_j} \varepsilon_j$$

$$\ln(1 - \text{PAYOUTRATIO}) = \beta_0 + \beta_1 \text{COMPENSATION} + \beta_2 \text{DIVIDEND} + \beta_3 \text{LNINCOME} + \varepsilon$$

dove $\text{PAYOUTRATIO} = D_j/C_j$.

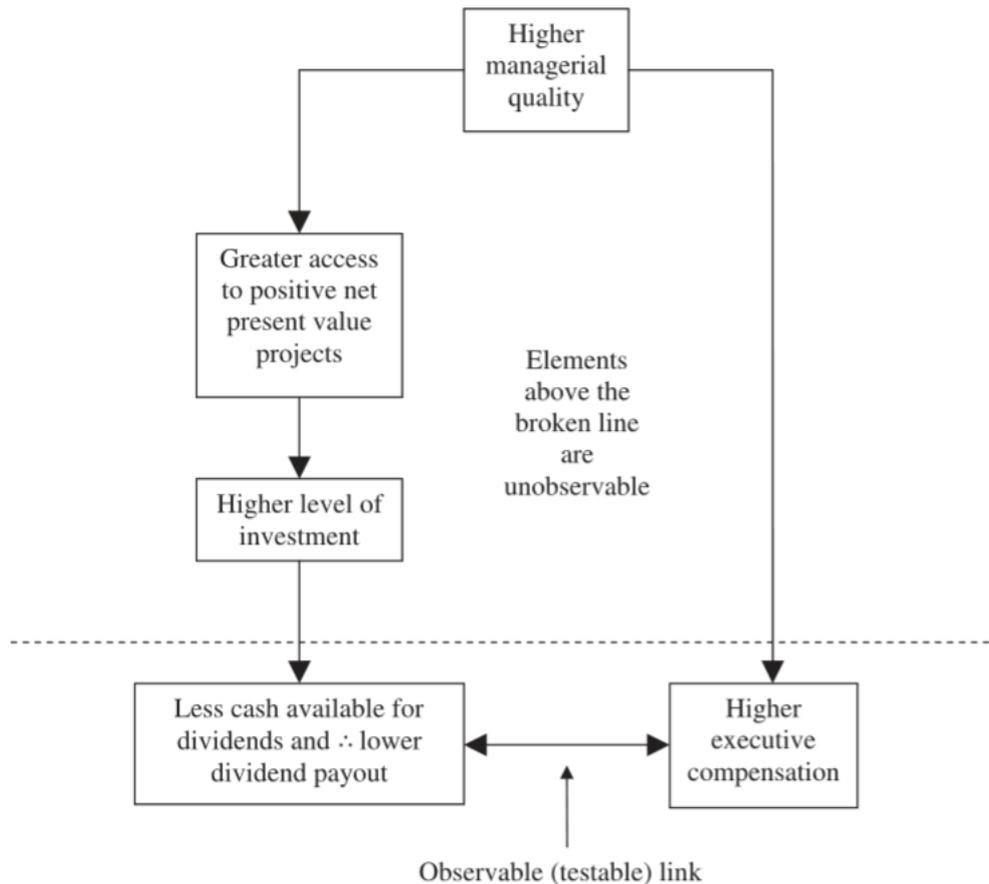
I segni previsti per i coefficienti delle variabili indipendenti sono i seguenti:

- $\beta_1 > 0 \rightarrow$ assunzione base del modello;
- $\beta_2 < 0 \rightarrow$ la relazione negativa tra dividendi e gli utili trattenuti non è sorprendente, in quanto all'aumentare dei dividendi aumenta il PAYOUT ratio e quindi diminuisce la quota di utili trattenuti;
- $\beta_3 < 0 \rightarrow$ la relazione positiva tra utili e PAYOUT ratio è molto più complessa. A prima vista, potrebbe sembrare che, per costruzione, un incremento degli utili sia associato ad un decremento del PAYOUT ratio. Tuttavia, in questo caso dalla funzione di produzione Y_j si evince che i ritorni marginali rispetto all'investimento sono decrescenti. Il manager alloca la liquidità disponibile C_j tra investimento e dividendi in

modo tale che, ex ante, il compenso marginale dalla distribuzione dei dividendi (b_D) sia uguale a quello derivante dalla funzione di produzione (b_Y). Tuttavia, come si vede dall'equazione della funzione di produzione Y_j , la produzione marginale attesa aumenta all'aumentare dell'investimento a tassi decrescenti; pertanto, all'aumentare di C_j , i manager troveranno conveniente distribuire in proporzione maggiori dividendi. Per questo motivo viene assunta una relazione positiva tra C_j e il PAYOUT ratio.

La letteratura, a riguardo dei problemi di asimmetria informativa e in particolare della selezione avversa, sostiene che i manager abbiano differenti qualità produttive (ad esempio hanno differenti abilità a identificare progetti con NPV positivo), che sono privatamente note ai manager ma non sono attributi osservabili. I contratti remunerativi sono quindi definiti in modo che manager non competenti (con livelli di qualità bassa) siano pagati ex-ante con la "reservation wage", ovvero con il salario più basso che l'agente è disposto ad accettare per quel tipo di lavoro, mentre manager con qualità più elevate siano pagati ex-ante con "l'information rent", ovvero con la rendita che l'agente riceve per avere informazioni non provviste al principale. L'ammontare di rendite dipende dalla probabilità di distribuzione della qualità manageriale. In equilibrio, il contratto remunerativo ottimo sarà quello in base al quale i manager con elevate qualità riceveranno la maggior parte delle rendite e investiranno in tanti progetti profittevoli, mentre i manager con scarse qualità riceveranno soltanto il "reservation wage" e investiranno poco. Pertanto, ne discende che tali contratti assicurano che, per un dato ammontare di liquidità disponibile, manager con elevate qualità riceveranno maggiori compensi e investiranno maggiormente in attività produttive e quindi avranno meno liquidità da distribuire sottoforma di dividendi. Il payout ratio sarà pertanto negativamente correlato con la qualità manageriale, che a sua volta è positivamente correlato con il compenso. In definitiva, il dividend payout ratio, secondo il modello di Bhattacharyya, è negativamente correlato con il compenso manageriale.

Figura 10 Dividend Payout and Executive compensation



Fonte: Bhattacharyya, N., Mawani, A. and Morrill, C.K.J. (2008) 'Dividend payout and executive compensation: theory and evidence', *Accounting and Finance*, 48, 4, 2008, pp 521-541

Questo modello è consistente con gli studi empirici di Fama e French (2002), che evidenziano come “imprese con maggiori investimenti abbiano più bassi dividend payout a lungo termine” e “imprese con minori investimenti abbiano elevati dividend payout”.

Bhattacharyya et al. (2008) testano il modello attraverso un'analisi sui dividend payout delle imprese americane nel periodo 1992-2001 e i risultati trovati sono consistenti con le ipotesi del modello, anche controllando per la dimensione delle imprese, il leverage, il market-to-book value, la “capital expenditure” e il rischio sistematico. Dapprima gli autori testano l'equazione del modello attraverso un modello di regressione di Tobit (senza inserire alcuna variabile di controllo) e trovano i seguenti risultati:

Figura 11 Risultati analisi di regressione, senza variabili di controllo (tabella)

Tobit results for earnings retention (no control variables)

$$\ln(1 - \text{PAYOUT}) = \beta_0 + \beta_1 \text{COMPENSATION} + \beta_2 \text{DIVIDEND} + \beta_3 \text{LNINCOME} + \varepsilon.$$

Independent variable	Expected sign	Coefficients (asymptotic <i>t</i> -statistics)		
		Model I	Model II	Model III
<i>CONSTANT</i>	?	0.47 (14.72***)	0.45 (13.94***)	0.45 (14.17***)
<i>TOTCOMP</i> ^a	+	0.47 (19.68***)		
<i>BONUS</i> ^a	+		2.35 (13.96***)	
<i>OPTIONS</i> ^a	+			0.60 (19.25***)
<i>DIVIDEND</i> ^b	-	-0.49 (-14.34***)	-0.50 (-13.93***)	-0.44 (-13.05***)
<i>LNINCOME</i>	-	-0.17 (-21.79***)	-0.16 (-19.67***)	-0.15 (-20.13***)
Pseudo- <i>R</i> ²		0.08	0.07	0.08
Wald χ^2 (3 d.f.)		1199.9***	1044.0***	1181.7***
<i>N</i>		8904	9022	8942

*, ** and *** indicate that the statistic is significant at $p < 0.10$, $p < 0.05$ and $p < 0.01$, respectively

Fonte: Fonte: Bhattacharyya, N., Mawani, A. and Morrill, C.K.J. ,2008, "Dividend payout and executive compensation: theory and evidence", Accounting and Finance, 48, 4, 2008, pp 521-541

Come si può osservare dalla tabella, il coefficiente β_1 ($\beta_1 = 0.47$, $t = 19.68$) è positivo e fortemente significativo, confermando quindi le ipotesi del modello. Per quanto riguarda i coefficienti β_2 e β_3 , sui dividendi e sugli utili, entrambi sono negativi e significativi come predetto da Bhattacharyya. Tuttavia, non considerando variabili che potrebbero avere una certa influenza sul dividend pay-out ratio (variabili di controllo), l' R^2 del modello di regressione, che indica la varianza della variabile dipendente spiegata dalla varianza delle variabili indipendenti, è approssimativamente l'8%, un valore troppo basso per accettare tali risultati.

Per questo motivo, gli autori hanno inserito nell'equazione le seguenti variabili di controllo:

- DEBTEQ → rapporto tra debito a lungo termine ed equity dell'impresa. È una misura del leverage dell'impresa e nello specifico, alti valori di leverage (associati quindi ad elevati rischi finanziari e di bancarotta) dovrebbero essere associati con un basso dividend payout;

- MKTBOOK → rapporto tra il valore di mercato delle azioni dell'impresa e il valore libro dell'equity dell'impresa stessa. È una misura utilizzata per identificare le opportunità di investimento dell'impresa stessa, indipendentemente dalla qualità del manager. La letteratura suggerisce che alti valori del market-to-book-ratio siano associati con bassi dividendi;
- CAPEXP → misura che indica le spese in conto capitale dell'impresa, riportate nel cash flow statement. Si può assumere che tali spese siano associate negativamente al dividend pay-out;
- BETA → misura che indica la rischiosità sistematica di un'impresa. Si può assumere che il BETA sia associato negativamente al dividend pay-out ratio;
- η → Variabili dummy per gli anni e per i differenti gruppi di industry.

Pertanto, il modello di regressione, che include anche le variabili di controllo, diventa il seguente:

$$\ln(1 - \text{PAYOUTRATIO}) = \beta_0 + \beta_1 \text{COMPENSATION} + \beta_2 \text{DIVIDEND} + \beta_3 \text{LNINCOME} + \beta_4 \text{DEBTEQ} + \beta_5 \text{MKTBOOK} + \beta_6 \text{CAPEXP} + \beta_7 \text{BETA} + \eta_1 \dots \eta_{53} + \epsilon$$

Figura 12 Risultati analisi di regressione, con variabili di controllo (tabella)

Tobit results for earnings retention (control variables included)

$$\ln(1 - \text{PAYOUT}) = \beta_0 + \beta_1 \text{COMPENSATION} + \beta_2 \text{DIVIDEND} + \beta_3 \text{LNINCOME} + \beta_4 \text{DEBTEQ} + \beta_5 \text{MKTBOOK} + \beta_6 \text{CAPEXP} + \beta_7 \text{BETA} + \eta_1 \dots \eta_{53} + \epsilon.$$

Independent variable	Expected sign	Coefficients (asymptotic <i>t</i> -statistics)		
		Model I	Model II	Model III
<i>CONSTANT</i>	?	-0.16 (-0.49)	-0.19 (-0.57)	-0.14 (-0.44)
<i>TOTCOMP^a</i>	+	0.11 (2.96***)		
<i>BONUS^a</i>	+		0.49 (1.68**)	
<i>OPTIONS^a</i>	+			0.22 (4.55***)
<i>DIVIDEND^b</i>	-	-0.73 (-8.09***)	-0.74 (-8.27***)	-0.73 (-8.18***)
<i>LNINCOME</i>	-	-0.13 (-7.60***)	-0.13 (-7.14***)	-0.13 (-7.71***)
<i>DEBTEQ</i>	+	-0.07 (-1.50)	-0.06 (-1.44)	-0.07 (-1.49)
<i>MKTBOOK</i>	+	0.01 (2.25**)	0.02 (3.17***)	0.01 (1.86**)
<i>CAPEXP^b</i>	+	0.07 (1.57*)	0.09 (1.92**)	0.06 (1.31*)
<i>BETA</i>	+	0.68 (14.98***)	0.69 (15.50***)	0.67 (14.77***)
Pseudo- <i>R</i> ²		0.33	0.33	0.33
Wald χ^2 (60 d.f.)		1965.8***	1975.1***	1977.6***
<i>N</i>		4198	4235	4219

*, ** and *** indicate that the statistic is significant at $p < 0.10$, $p < 0.05$ and $p < 0.01$, respectively.

Fonte: Bhattacharyya, N., Mawani, A. and Morrill, C.K.J. (2008) 'Dividend payout and executive compensation: theory and evidence', *Accounting and Finance*, 48, 4, 2008, pp 521-541

I risultati, descritti in figura 12, confermano che tutte le variabili relative al compenso degli executive (TOTCOMP, BONUS, OPTIONS) sono associate negativamente con il dividend payout ratio e i coefficienti sono significativi in tutte le specificazioni. I dividendi dichiarati (DIVIDEND) e il logaritmo degli utili (LNINCOME) sono associate positivamente al dividend payout ratio; il market-to-book ratio (MKTBOOK), le spese in conto capitale (CAPEXP) e il rischio sistematico (BETA) sono associati negativamente al dividend payout, come gli autori si aspettavano, e tutti i coefficienti sono statisticamente significativi nelle 3 regressioni. Il coefficiente della variabile DEBTEQ, che evidenzia il leverage dell'impresa, è negativo in contrapposizione a quanto assunto dagli autori ma tale coefficiente risulta non essere significativo.

In conclusione, la premessa alla base del modello è che gli azionisti utilizzano il contratto retributivo in modo tale da indurre i manager ad investire la liquidità disponibile in progetti con NPV positivo, fino a che questi non siano tutti identificati, ed erogare la restante parte di liquidità agli azionisti sotto forma di dividendi. I manager con un alto livello di produttività hanno accesso a molte più opportunità di investimento con NPV positivo e, di conseguenza, investono molto di più in tali progetti di investimento, erogando meno dividendi. Viceversa, manager con bassa produttività hanno accesso a minor opportunità di investimento e quindi distribuiscono una quantità maggiori di utili sotto forma di dividendi. Conseguentemente, il dividend payout è negativamente correlato con la produttività manageriale. In equilibrio, manager con più alta produttività sono pagati di più e, pertanto, ne discende che il dividend payout è negativamente associato al compenso manageriale. I risultati dello studio sulle imprese americane negli anni 1992-2001, descritto in precedenza, sono pertanto consistenti con le predizioni del modello di Bhattacharyya.

Altri studi empirici analizzano la relazione tra la corporate payout policy e l'executive compensation. **Fenn e Liang** (2001), in uno studio condotto su 1100 imprese non finanziarie durante il periodo 1993-1997, esaminano l'influenza degli incentivi manageriali sulla payout policy delle imprese. In generale, gli incentivi manageriali possono influenzare la payout policy in due modi: in primo luogo, gli incentivi manageriali basati su azioni o su opzioni di azioni, allineando gli interessi tra azionisti e management, possono portare a livelli di payout totali più alti; dall'altra parte tali incentivi possono avere un impatto

rilevante sulla composizione della payout policy, infatti la crescita significativa negli anni del riacquisto di azioni a scapito dell'erogazione dei dividendi suggerisce un cambiamento fondamentale nelle decisioni di corporate payout che sono legate al crescente utilizzo degli incentivi manageriali basati sulle azioni, quali le stock option. Come suggerito da diverse evidenze empiriche, la presenza di stock option nel pacchetto retributivo del top management incentiva a ridurre i dividendi, in quanto il valore delle stock option è negativamente correlato al pagamento futuro dei dividendi. In ogni caso, gli autori sono incerti sull'effetto degli incentivi manageriali sul payout totale dell'impresa: il management dovrebbe essere indifferente tra il trattenere liquidità derivante da una riduzione dei dividendi oppure utilizzarla per effettuare un riacquisto di azioni, in quanto il valore delle stock option dovrebbe essere identico in entrambe le situazioni. Per testare la relazione tra payout e incentivi basati sulle stock option gli autori utilizzano le seguenti variabili:

- variabili relative alla payout policy → per misurare il dividend payout è stato utilizzato il "dividend yield", ovvero il rapporto tra dividendi unitari e prezzo di mercato di un'azione. Per misurare il "repurchase payout" è stato utilizzato il rapporto tra i riacquisti di azioni unitari e il prezzo di mercato di un'azione;
- variabili legate agli incentivi manageriali → sono state utilizzate, come misura degli incentivi manageriali, le azioni e le stock option possedute dagli executive come percentuale delle azioni totali dell'impresa;
- variabili di controllo → rapporto tra il net operating cash flow e gli asset totali, come proxy per il free cash flow, il market-to-book assets come proxy per le opportunità di investimento, il logaritmo degli asset totali come misura della dimensione dell'impresa, il rapporto tra debito e asset totali come misura per l'indebitamento dell'impresa, il rapporto tra la volatilità dell' operating income (deviazione standard dell'EBITDA) e gli asset totali come misura dell'incertezza e del rischio dell'impresa.

Gli autori stimano 4 modelli di regressione di Tobit relativi alle diverse variabili del payout prese in considerazione. I coefficienti nella tabella sottostante, che indicano gli effetti marginali delle variabili indipendenti sulla variabile dipendente, sono moltiplicati per la deviazione standard delle variabili indipendenti e per un fattore pari a 10^2 , in modo tale

che l'effetto marginale corrisponde al cambiamento in punti percentuali della variabile dipendente.

Figura 13 Tobit estimates of the determinants of corporate payouts (tabella)

	Dividend payout	Repurchase payout	Total payout	Repurchase share
<i>Managerial stock incentives:</i>				
1. Management shares / shares outstanding	0.01 0.00 (0.96)	0.11 0.01 (0.79)	-0.09 -0.01 (0.89)	1.28 0.12 (0.94)
2. Management options / shares outstanding	-15.87** -0.38 (0.00)	5.44** 0.13 (0.00)	-5.65* -0.13 (0.04)	761.69** 18.03 (0.00)
<i>Other explanatory variables:</i>				
3. Net operating cash flow/ assets	4.54** 0.50 (0.00)	5.03** 0.55 (0.00)	8.63** 0.94 (0.00)	-2.79 -0.30 (0.90)
4. Market-to-book assets	-0.39** -0.47 (0.00)	-0.29** -0.35 (0.00)	-0.60** -0.72 (0.00)	4.51** 5.40 (0.00)
5. Log of assets	0.20** 0.30 (0.00)	0.26** 0.39 (0.00)	0.48** 0.72 (0.00)	1.73 2.61 (0.19)
6. Debt / assets	-0.74** -0.12 (0.00)	-1.60** -0.26 (0.00)	-2.33** -0.38 (0.00)	-13.73 -2.26 (0.23)
7. Volatility of operating income / assets	-4.26** -0.18 (0.00)	2.08 0.08 (0.12)	-0.18 -0.00 (0.92)	159.24** 6.44 (0.01)
Number of observations	1108	1108	1108	922
Mean of dependent variable x 10 ²	1.28	1.18	2.45	47.80
Log likelihood	1722.9	1697.9	2063.6	-777.3
** Statistically significant at 1 percent level				
* Statistically significant at 5 percent level				

Fonte: Fenn G.W., Liang N., "Corporate payout policy and Managerial stock incentives", Journal of Financial Economics

Nella tabella 13 le variabili dipendenti, nei 4 modelli di regressione, sono rispettivamente il dividend payout, il repurchase payout, il total payout e il repurchase share. Il primo termine è l'effetto marginale moltiplicato per un fattore pari a 10²; il secondo termine è l'effetto marginale moltiplicato per 10² e per la deviazione standard della variabile indipendente; il terzo termine (in parentesi) è il p-value dell'effetto marginale.

I risultati, presenti in tabella 13, suggeriscono che:

- non esiste una relazione significativa tra la “share ownership” posseduta dal management e il payout: gli effetti marginali della share ownership sono circa pari a 0 in tutte e 4 le specificazioni e non sono significativi. Gli autori, successivamente, per approfondire tale risultato, suddividono il campione in 4 sotto-campioni (imprese con alti/bassi valori di management ownership e imprese con alti/bassi valori del market-to-book) e trovano che la proprietà manageriale incoraggia più alti livelli di payout nelle imprese caratterizzate dai maggiori problemi d’agenzia, quindi con bassi valori di market-to-book ratio e bassa proprietà manageriale;
- le stock option possedute dal management hanno un rilevante effetto sulla payout policy: un incremento nella deviazione standard delle stock option riduce il dividend payout di 38 punti percentuali (-0.38) e aumenta il repurchase payout di 13 punti percentuali (0.13). Tali effetti sono consistenti con l’ipotesi che le stock option modificano la composizione della payout policy scoraggiando l’utilizzo dei dividendi. Inoltre, la relazione tra payout totale (somma del dividend payout e del repurchase payout) e stock option mostra che il payout totale diminuisce solamente di 13 punti percentuali in relazione ad un incremento nella deviazione standard delle stock option;
- i coefficienti delle restanti variabili dipendenti supportano fortemente le teorie d’agenzia relative al payout. In ogni modello di regressione (dividendi, riacquisto di azioni e payout totale) i coefficienti delle variabili relativi al free cash flow hanno il segno previsto e sono statisticamente significative. Ad esempio, un incremento della deviazione standard del flusso di cassa operativo netto diviso per gli asset totali (proxy per il free cash flow) porta ad un aumento di 50 e 55 punti base rispettivamente nei dividendi e nei riacquisti di azioni, e ad un aumento di 94 punti base nel payout totale; un decremento della deviazione standard della variabile market-to-book aumenta i dividendi e i riacquisti di 47 e 35 punti base rispettivamente, e il payout totale di 72 punti base.

Gli autori inoltre osservano che i segni e la grandezza dei coefficienti nei modelli di regressione dei dividendi e del riacquisto di azioni sono abbastanza simili: ciò suggerisce che i dividendi e i riacquisti di azioni proprie svolgono una funzione simili e in taluni aspetti possono essere considerati come sostituti. In tal senso, il quarto modello di regressione,

avente come variabile dipendente il mix tra dividendi e riacquisto di azioni, riesce a mostrare tale sostituibilità tra le due modalità di payout. Tale mix non varia in maniera significativa rispetto al flusso di cassa operativo netto, alla size dell'impresa e al leverage, tuttavia varia sistematicamente in relazione alle opportunità di crescita, misurate attraverso la variabile market-to-book. Questo risultato suggerisce che le imprese con alti valori del market-to-book affrontano non soltanto maggiori opportunità di investimento, ma anche maggiore incertezza riguardo al livello di profittabilità di tali opportunità; in presenza di maggiore incertezza, le imprese richiedono una payout policy più flessibile e quindi si rivolgono maggiormente al riacquisto di azioni piuttosto che alla distribuzione di dividendi. Inoltre, i risultati relativi alla volatilità dell'EBITDA forniscono ulteriori evidenze riguardo all'importanza della flessibilità: un incremento della volatilità riduce l'utilizzo dei dividendi e aumenta significativamente la percentuale del riacquisto di azioni nella payout policy.

Consistente con questi studi Lambert, Larcker e Larcker (1989) esaminano la relazione tra l'adozione iniziale di stock options per i senior level executive e il conseguente cambio nella corporate dividend policy e trovano che le stock options sono un incentivo per ridurre i dividendi. Allo stesso risultato arrivano Cuny et al. (2008), i quali evidenziano che più alti sono i piani opzionari più basso è il payout totale (dividendi e riacquisto di azioni). Infine, Barkley e Pan (2009), in un loro studio empirico, mostrano che CEO con piani azionari preferiscono distribuire dividendi cash piuttosto che riacquistare azioni, mentre CEO con piani opzionari preferiscono riacquistare azioni invece che distribuire dividendi agli azionisti. I due autori suggeriscono la seguente interpretazione: il riacquisto di azioni solitamente incrementa il prezzo delle azioni, che a sua volta incrementa il valore delle stock option e pertanto incentiva i CEO con i piani opzionari ad effettuare il riacquisto di azioni. Inoltre, suggeriscono che le imprese grandi con elevati free cash flow, e le imprese con basse opportunità di investimento distribuiscono maggiori dividendi agli azionisti; viceversa le imprese con opportunità di crescita tendono a trattenere gli utili per investirli nuovamente in progetti profittevoli.

4.3 Relazione tra executive compensation e dividend payout ratio nelle imprese familiari e non familiari

La letteratura ha analizzato in maniera approfondita il tema dei costi d'agenzia e come questi possono essere mitigati attraverso l'executive compensation e, in particolare, attraverso la relazione tra l'executive compensation e la dividend policy. In ogni caso, bisogna ricordare che i costi d'agenzia vengono mitigati diversamente in base alle strutture di corporate governance e alle caratteristiche istituzionali dei diversi paesi (La Porta et al., 2000). Tuttavia, non vi sono molte ricerche empiriche che trattano la relazione tra l'executive compensation, la dividend policy e le strutture proprietarie insieme.

Da una prospettiva teorica, la letteratura suggerisce che le politiche dei dividendi possono essere più o meno rilevanti nella mitigazione dei costi d'agenzia in un contesto di governance dominato da imprese di tipo familiare, infatti la natura del conflitto d'agenzia differisce a seconda se ci troviamo in un paese market-oriented (USA o UK) oppure non-market oriented (Europa continentale). Negli Stati Uniti o nel Regno Unito la struttura proprietaria delle imprese è tipicamente dispersa e il problema d'agenzia nasce proprio dalla separazione tra proprietà e controllo, mentre i paesi nei quali è dominante una struttura proprietaria concentrata (come le imprese familiari), il problema d'agenzia scaturisce principalmente in relazione all'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte degli azionisti di controllo (Rondi e Elston, 2009). Tipicamente quest'ultima tipologia di impresa soffre di minori problemi d'agenzia rispetto alle imprese caratterizzate da azionariato disperso e, quindi, non è chiaro se la politica dei dividendi e l'executive compensation abbiano un ruolo rilevante in tal senso.

Per quanto riguarda la politica dei dividendi, la letteratura suggerisce, come già descritto in precedenza, tre paradigmi principali: (1) la "clientele theory", (2) la "signalling theory" e (3) il paradigma dell'agenzia. La "clientele theory" ritiene che gli investitori scelgono le imprese aventi politiche dei dividendi in linea con le loro preferenze e, soprattutto, con i loro regimi fiscali; pertanto, un cambiamento nella payout policy può portare gli investitori a cambiare società su cui investire. In accordo con la "signalling theory", i dividendi mandano segnali e informazioni esterne al mercato azionario, infine secondo la teoria

d'agenzia la payout policy è un meccanismo che serve a mitigare i conflitti tra manager e azionisti. Bhattacharyya (2007) ha sviluppato un nuovo modello, che si basa sul paradigma d'agenzia, in base al quale i dividendi e gli utili sono le componenti del contratto retributivo manageriale, definito dagli azionisti (principale) in modo tale da far rivelare al manager (agente) la propria produttività. In equilibrio, manager con basse qualità, e quindi con bassa produttività, sono pagati poco mentre manager competenti con elevata produttività sono pagati con alti compensi. Questo modello ha avuto successo nello spiegare la correlazione negativa tra dividend payout ratio e executive compensation, ovvero: manager competenti, pagati con elevati compensi, sono in grado di trovare numerosi progetti di investimento con NPV positivi e quindi, avendo bisogno di liquidità, pagano minori dividendi; viceversa, manager con basse qualità non sono capaci di investire in progetti con NPV positivo e pertanto, avendo a disposizione elevate liquidità, distribuiscono maggiori dividendi. Evidenze empiriche nei paesi market-oriented, come USA e Canada (Bhattacharyya et al., 2008a, 2008b) e in Germania, nella quale è rilevante la presenza di banche nell'azionariato delle imprese (Bhattacharyya e Elston, 2011) supportano le ipotesi del modello di Bhattacharyya.

In un contesto caratterizzato da azionariati altamente concentrati, come in Italia, dove la presenza di imprese familiari è dominante, la relazione tra controllo familiare e costi d'agenzia mette in evidenza diverse questioni da trattare. Il controllo familiare è spesso visto come una soluzione ai costi d'agenzia, in quanto azionisti e management (spesso legato alla famiglia) perseguono entrambi l'obiettivo della massimizzazione del profitto. Favero et al. (2006) trova che le imprese familiari italiane raggiungono performance superiori rispetto alle imprese con azionariato disperso. Thesmar e Sraer (2007) arrivano a simili conclusioni mostrando una performance superiore delle imprese familiari quotate sul mercato azionario francese, ed evidenziano anche che le imprese familiari tendono a distribuire meno dividendi. Dall'altra parte, la separazione tra diritti di controllo e quote di cash flow, che solitamente è presente nelle imprese familiari attraverso gruppi piramidali, patti di sindacato e strutture di voto dual-class, consente agli azionisti di estrarre benefici privati del controllo a scapito degli azionisti di minoranza. In tal senso, Barontini e Bozzi (2010) esaminano l'executive compensation nelle imprese familiari e trovano che i CEO interni sono pagati di più rispetto ai CEO esterni e inoltre il pacchetto

retributivo dei CEO interni è basato meno sull'equity e su indicatori di performance, a testimonianza di tale estrazione dei benefici privati del controllo. Inoltre, per quanto riguarda la dividend policy, la combinazione tra controllo familiare e struttura proprietaria concentrata spesso si esplica nell'espropriazione degli interessi degli azionisti di minoranza attraverso l'erogazione di bassi dividendi. Infatti, La Porta et al. (2000) mostrano che i paesi civil law, come l'Italia, pagano meno dividendi rispetto ai paesi common law.

Pertanto, risulta interessante capire se la politica dei dividendi, legata all'executive compensation, abbia un ruolo disciplinante nella mitigazione dei costi d'agenzia nelle imprese familiari. Una delle poche evidenze su questo argomento, relativo al contesto italiano, è il contributo di **Bhattacharyya et al.** (2014). Gli autori testano il modello di Bhattacharyya sulla relazione tra executive compensation e dividend payout nel contesto italiano, caratterizzato dalla prevalenza del family business, utilizzando il seguente modello econometrico:

$$\ln(1 - \text{PAYOUT}) = \beta_0 + \beta_1 \text{COMPENSATION} + \beta_2 \text{DIVIDEND} + \beta_3 \text{LNINCOME} + \varepsilon$$

dove: PAYOUT è il rapporto tra dividendi totali e utili netti, COMPENSATION è la somma del compenso base e dei bonus del manager, DIVIDEND sono i dividendi totali e LNINCOME è il logaritmo degli utili netti. Come già visto in precedenza, i segni previsti per i coefficienti sono i seguenti:

- $\beta_1 > 0$
- $\beta_2 < 0$
- $\beta_3 < 0$

Gli autori, per testare le ipotesi del modello, inseriscono le seguenti variabili di controllo:

- FAMCON → variabile dummy per distinguere le imprese familiari da quelle non familiari. Un'impresa è considerata familiare se i membri familiari hanno una quota di maggioranza nell'impresa e possiedono un ruolo esecutivo o non esecutivo nel Consiglio di Amministrazione. In un'impresa familiare, i rapporti e i legami familiari dovrebbero servire a mitigare i costi d'agenzia, inoltre i membri familiari hanno l'incentivo a definire elevati livelli di payout ratio in quanto preferiscono erogare dividendi a loro stessi (perché possiedono un'elevata quota azionaria) piuttosto che

lasciare liquidità nelle casse dell'impresa. Per questi motivi gli autori si aspettano che il segno del coefficiente di questa variabile sia negativo;

- DEBTEQUT → rapporto tra debito e equity. Nel caso di elevati rapporti tra debito ed equity dell'impresa è molto probabile che il management ritenga opportuno trattenere più liquidità nelle casse dell'impresa in modo tale da ridurre la possibilità di fallimento a causa dell'elevato indebitamento. Il segno per il coefficiente di tale variabile dovrebbe essere pertanto positivo;
- MTB → rapporto tra valore di mercato delle azioni dell'impresa e valore a libro dell'equity. È una misura utilizzata per indicare le opportunità di investimento dell'impresa, perciò più alte sono le opportunità di investimento di un'impresa e più tale impresa preferirà trattenere liquidità per tali investimenti piuttosto che distribuirla sotto forma di dividendi. Il segno del coefficiente di tale variabile dovrebbe essere quindi positivo.

Per testare il modello gli autori hanno utilizzato un campione costituito da 77 imprese italiane quotate appartenenti al settore manifatturiero per un totale di 586 osservazioni tra il 2000 e il 2007. Inoltre, sono state escluse le osservazioni con utili netti negativi in quanto il modello include il logaritmo degli utili netti (LNINCOME), pertanto gli utili devono essere positivi. La tabella sottostante riporta i risultati dell'analisi di regressione:

Figura 14 Risultati dell'analisi di regressione (tabella)

<i>Independent variables</i>	<i>Predicted sign</i>	<i>Coefficients (Asymptotic t-Statistics)</i>		
		<i>Model 1</i>	<i>Model 2</i>	<i>Model 3</i>
CONSTANT	?	-0.99***(-2.58)	-0.97**(-2.52)	-1.19***(-3.02)
COMPENSATION	+	0.12×10^{-3} * (1.37)	0.14×10^{-3} * (1.56)	0.14×10^{-3} * (1.52)
DIVIDEND	-	-0.23×10^5 (-1.27)	-0.35×10^{-5} ** (-1.90)	-0.42×10^{-5} ** (-2.23)
LNINCOME	-	0.25×10^{-1} (0.6)	0.46×10^{-1} (1.13)	0.74×10^{-1} (1.72)
FAMCON	-		-0.39*** (-3.50)	-0.4*** (-3.51)
DEBTEQUT	+			0.19*** (2.18)
MTB	+			-0.61×10^{-1} (-1.67)
Pseudo R^2		0.006	0.028	0.06
Wald χ^2		2.482	14.665***	25.66***
<i>N</i>		357	357	357

Fonte: Bhattacharyya, N., Elston, J.A. and Rondi, L., 2014, "Executive compensation and agency costs in a family controlled corporate governance structure: the case of Italy", Int. J. Corporate Governance Inderscience Enterprises Ltd, vol. 5(3/4), p. 119-132.

I risultati, riportati in tabella, mettono in evidenza che:

- il compenso manageriale è correlato negativamente al dividend payout ratio nelle 3 diverse specificazioni e tale evidenza è consistente con il modello, che suggerisce che livelli di compensi più alti sono correlati a bassi dividendi in quanto più alte retribuzioni manageriali sono associate a più alte qualità manageriali che portano ad investimenti maggiori in progetti con NPV positivo;
- la prima equazione, non comprendente la variabile FAMCON e le altre variabili di controllo, nel complesso non è significativa dall'analisi del test di Wald. Questo significa che, siccome nel contesto italiano molte imprese sono familiari, la variabile FAMCON è una variabile che spiega molto bene la variabile dipendente e quindi, non considerarla nel modello, potrebbe portare alla cosiddetta "distorsione da variabile omessa";
- i segni dei coefficienti delle variabili LNINCOME e MTB sono differenti dalle previsioni e non sono significativi. Una possibile spiegazione potrebbe essere che il modello assume una funzione lineare per il compenso manageriale e una funzione logaritmica per la produzione Y. In questo caso è stata assunta una funzione lineare per il compenso manageriale soltanto per motivi di trattabilità dei dati, tuttavia nella realtà sovente vengono utilizzate funzioni non lineari. Inoltre, è possibile che la funzione di produzione nel contesto italiano si discosti significativamente dalla funzione logaritmica sottostante a questo modello;
- il segno della variabile FAMCON è consistente con la teoria ed è significativo, pertanto le imprese familiari stabiliscono più elevati livelli di payout ratio rispetto a quelle non familiari. È stato stimato dagli autori anche il termine di interazione FAMCON*COMPENSATION, tuttavia tale variabile non risulta essere statisticamente significativa. Tale risultato indica che la relazione negativa tra compenso manageriale e dividend payout non differisce tra imprese familiari e non familiari; questa evidenza è stata interpretata dagli autori come elemento a supporto del modello, che suggerisce che più alti compensi sono legati a CEO con più alte opportunità di investimento, lasciando meno liquidità da distribuire sotto forma di dividendi.

In definitiva, gli autori confermano il ruolo significativo della dividend policy nella mitigazione dei costi d'agenzia nei contesti caratterizzati da imprese familiari. È

confermata l'ipotesi del modello di Bhattacharyya, in quanto un incremento dell'executive compensation riduce il livello di dividend payout agli azionisti, e inoltre le imprese familiari pagano dividendi più alti. Quest'ultima evidenza risulta essere consistente con l'idea che le famiglie vogliano farsi una buona reputazione nei confronti degli azionisti di minoranza, come suggerito da LLSV (2000), pertanto le famiglie detentrici del controllo forzano il management, soprattutto in caso di CEO esterno, a distribuire dividendi agli azionisti piuttosto che utilizzare la liquidità per scopi personali.

In sintesi, non vi è un'opinione unica e condivisa da tutti circa il ruolo dell'executive compensation e della dividend policy nel mitigare i costi d'agenzia: alcune evidenze dimostrano che tali strumenti vengono usati dal management per estrarre benefici personali, risultando quindi essi stessi causa dei problemi d'agenzia, altre supportano invece il loro ruolo incentivante, sia in contesti caratterizzati da azionariati dispersi sia nelle imprese familiari.

CONCLUSIONI

L'oggetto di studio di questa tesi è stato il Governo d'impresa nelle imprese familiari e non familiari, nello specifico è stata posta l'attenzione verso due meccanismi di governance utilizzati dalle imprese: da una parte il sistema retributivo del management e dall'altra la politica dei dividendi.

Il sistema retributivo del management è una delle forze, assieme al mercato del lavoro manageriale, al mercato dei beni e dei capitali e al controllo interno, in grado di disciplinare il comportamento dei manager e di allineare gli interessi dei gestori dell'impresa con quelli dei proprietari, ovvero degli azionisti. Evidenze empiriche hanno dimostrato l'aspetto incentivante di tale strumento attraverso la relazione pay-for-performance, tuttavia le politiche retributive possono diventare uno strumento di espropriazione sia in contesti con strutture proprietarie disperse sia in contesti caratterizzati da elevata concentrazione proprietaria, come le imprese familiari. Si è posta l'attenzione sulla relazione tra struttura proprietaria e remunerazione del CEO: le analisi presenti in letteratura sono concordi sul fatto che all'aumentare della concentrazione proprietaria diminuisca l'executive compensation, a testimonianza del fatto che nelle strutture altamente concentrate l'efficace monitoring da parte degli azionisti sostituisce il sistema retributivo nell'allineamento degli interessi tra azionisti e management. Inoltre, Barontini e Bozzi (2009) sostengono che nelle imprese familiari l'executive compensation sia più elevata, soprattutto in presenza del fondatore nel board. Questa evidenza supporta l'ipotesi dell'espropriazione delle rendite da parte dei membri familiari e conferma la centralità del fondatore nelle scelte strategiche dell'impresa. Gomez-Mejia et al. (2003), in uno studio sulle imprese familiari, suggeriscono che il compenso totale è più basso per i CEO "interni", ovvero appartenenti alla famiglia, rispetto ai CEO "esterni", ma il loro pacchetto retributivo è molto più isolato dal rischio; questo perché i CEO interni sono maggiormente interessati alla sicurezza del posto di lavoro, essendo legati fortemente alla famiglia, mentre i CEO professionali tendono ad avere, come fine principale, il maggior guadagno possibile.

Anche la politica dei dividendi gioca un ruolo rilevante nel cercare di ridurre i costi d'agenzia che si generano a causa del rapporto conflittuale tra azionisti e management o

tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. In ogni caso però la sua efficacia dipende fortemente sia dal tipo di sistema legale all'interno del quale le imprese operano sia dalla struttura proprietaria delle imprese. Evidenze empiriche suggeriscono che la presenza di azionisti di controllo favorisca una migliore azione di *monitoring* sul management riducendo così i costi di agenzia derivanti dal rischio di opportunismo da parte dei manager, pertanto le imprese con azionariato concentrato ricorrono in minor misura alla dividend policy rispetto alle imprese con azionariato diffuso per mitigare i costi di agenzia. Hu et al. (2007) esaminano le differenze nella payout policy tra imprese familiari e non familiari e trovano che le prime in media hanno più bassi dividend payout ratio rispetto alle seconde, a supporto dei minori problemi d'agenzia che caratterizzano le imprese familiari. Un interessante studio, che riprende il modello di Lintner, è quello di Lau e Wu (2010): gli autori esaminano la velocità attraverso la quale le imprese aggiustano i loro dividendi verso il target payout ratio. Questo processo graduale di aggiustamento viene chiamato con il termine "dividend smoothing". I risultati di tale studio dimostrano che le imprese non familiari impiegano 19 anni ad aggiustare i loro dividendi al target payout ratio mentre le imprese familiari in media soltanto 4 anni; tale evidenza suggerisce che le imprese caratterizzate da maggiori problemi di agenzia, come quelle non familiari, sono più propense a mantenere costanti i loro dividendi.

In ultima analisi, si è cercato di comprendere quale sia la relazione tra executive compensation e politica dei dividendi attraverso lo studio di un modello basato sulla teoria dell'agenzia. Il modello di Bhattacharya (2007) suggerisce che i manager con un alto livello di produttività hanno accesso a molte più opportunità di investimento con NPV positivo e, di conseguenza, investono molto di più in tali progetti di investimento, erogando meno dividendi. Viceversa, i manager con bassa produttività hanno accesso a minori opportunità di investimento e quindi distribuiscono una quantità maggiore di utili sotto forma di dividendi. Conseguentemente, il dividend payout è negativamente correlato con la produttività manageriale. In equilibrio, manager con più alta produttività sono pagati di più e, pertanto, ne discende che il dividend payout è negativamente associato al compenso manageriale. Tale modello è stato testato sia in contesti caratterizzati da azionariati dispersi, come Canada e Stati Uniti, sia in contesti dominati da azionariati concentrate,

come Germania e Italia, e i risultati risultano essere in entrambi i casi consistenti con le ipotesi di tale modello.

In conclusione, è necessario sottolineare il ruolo significativo del sistema retributivo del top-management e della politica dei dividendi nel cercare di mitigare i problemi d'agenzia e di conflitto di interessi all'interno dell'impresa, tuttavia occorre ricordare che altri strumenti, quali la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato societario, il sistema legale vigente nelle Nazioni e il Consiglio di Amministrazione, rivestono un ruolo assolutamente importante nell'allineamento degli interessi tra gli attori operanti all'interno del contesto impresa.

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 Origine dei sistemi legali europei.....	41
Figura 2 Outcome model of dividends.....	57
Figura 3 Substitute model of dividends	58
Figura 4 Management by objectives.....	85
Figura 5 Balanced Scorecard.....	86
Figura 6 Determinants of board compensation (tabella)	101
Figura 7 Predictors of CEO level and pay mix (tabella).....	109
Figura 8 Lintner Model Regression Estimates: Dividend Smoothing (tabella)	115
Figura 9 Smoothing asymmetry (tabella).....	117
Figura 10 Dividend Payout and Executive compensation.....	123
Figura 11 Risultati analisi di regressione, senza variabili di controllo (tabella)	124
Figura 12 Risultati analisi di regressione, con variabili di controllo (tabella)	125
Figura 13 Tobit estimates of the determinants of corporate payouts (tabella).....	128
Figura 14 Risultati dell'analisi di regressione (tabella)	134

BIBLIOGRAFIA

- Aghion P., Hart O., Moore J., 1992, "The economics of bankruptcy reform", *Journal of Law, Economics and Organization* 8, 523-546
- Alchian A., 1950, "Uncertainty, evolution, and economic theory", *Journal of Political Economy* 58, 211-221
- Alchian A., Demsetz H., 1972, "Production, information costs and economic organization", in "American economic review", 775-795
- Almeida L., 2014, "The level and structure of CEO compensation: Does ownership matter?", *Revue d'économie politique*, vol 124, 653-666
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003b), "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 58, 1301–1328
- Anderson, R., & Reeb, D. (2003a), "Family ownership, corporate diversification and firm leverage", *Journal of Law and Economics*, 46, 653–684.
- Ang J., Cole R., Lin J., 2000, "Agency costs and ownership structure", *the Journal of Finance*
- Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., 1994, "Anatomy of financial distress: An examination of junk bond issuers", *Quarterly Journal of Economics* 109, 625-658
- Astrachan J., Klein S. and Smyrniotis K., 2002, "The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem", *Handbook of Research on Family Business*, Edward Elgar Publishing Ltd, United Kingdom, 167-179
- Astrachan J.H., Shanker M.C., 2003, "Family businesses' contribution to the U.S. economy: a closer look", *Family Business Review*
- Athanassiou, N., Crittenden, W. F., Kelly, L. M., Marquez, P., 2002, "Founder centrality effects on the Mexican family firm's top management group: firm culture, strategic vision and goals, and firm performance". *Journal of World Business*, 37(2), 139–150.
- Baird D., Jackson T., 1985, "Cases, Problems, and Materials on Bankruptcy" (Little, Brown and Co., Boston)
- Baker G., 1986, "Compensation and Hierarchies." Harvard Business School
- Bancel F., Mitoo U.R., "Cross-Country Determinants of Payout Policy: A survey of European CrossCountry"
- Barca F., 1995, "On corporate governance in Italy: Issues, facts, and agency", manuscript, Bank of Italy, Rome
- Barclays M., Holderness C., 1989, "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics* 25, 371-395
- Barclays M., Holderness C., 1992, "The law and large-block trades", *The Journal of Law and Economics* 35, 265-294
- Barkley T., Pan L.H., "Corporate Payout Policy and CEO Compensation Structure", working paper 2009
- Barontini R. 2014, "Il dibattito sui sistemi di remunerazione dei manager", working paper
- Barontini R., Bozzi S., 2009, "Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies, Springer Science+Business Media, LLC
- Barontini, R. and Bozzi, S., 2010, "CEO Compensation and Performance in Family Firms", Unpublished Manuscript.
- Barontini, R., Siciliano, G., 2003, "Equity prices and the risk of expropriation: An analysis of the Italian stock market". ECGI—Finance working paper no. 24/200
- Baumol W., 1959, "Business Behaviour, Value and Growth" (Mac-Millan, New York, N.Y.)
- Bebchuck L.A., Fried J.M, 2003, "Executive compensation as an agency problem", *Journal of Economic Perspectives*, volume 17, 71-92
- Bebchuk L., 1988, "A new method for corporate reorganization", *Harvard Law Review* 101, 775-804
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., 2002, "Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter", University of Minnesota working papers, World Bank research paper n.2904

- Berglof E., Perotti E., 1994, "The governance structure of the Japanese financial keiretsu", *Journal of Financial Economics* 36, 259-284
- Bergstrom C., Rydqvist K., 1990, "Ownership of equity in dual-class firms", *Journal of Banking and Finance* 14, 255-269
- Berle A., Means G., 1932, "The Modern Corporation and Private Property" (Mac-Millan, New York, N.Y.)
- Bhattacharyya, N., 2007, "Good managers invest more and pay less dividends – a model of dividend policy", *Advances in Financial Economics* 12, 91–117
- Bhattacharya S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy", e "The Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, vol.10, pp. 259-270, Spring
- Bhattacharyya, N. and Elston, J.A., 2011, "Dividends, executive compensation, and agency costs: empirical evidence from Germany", *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 11, No. 1, 11–20.
- Bhattacharyya, N., Elston, J.A. and Rondi, L., 2014, "Executive compensation and agency costs in a family controlled corporate governance structure: the case of Italy", *Int. J. Corporate Governance Inderscience Enterprises Ltd*, vol. 5(3/4), 119-132
- Bhattacharyya, N., Mawani, A. and Morrill, C.K.J., 2008, "Dividend payout and executive compensation: theory and evidence", *Accounting and Finance*, 48, 4, 2008, 521-541
- Black F., 1976 "The Journal of Portfolio Management Winter", 2 (2) 5-8
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., 2006, *Corporate Finance*, McGraw-Hill International Edition
- Brunello G., Graziano C., Parigi B., 1996, "Executive compensation and firm performance in Italy", Feem.it-Publications
- Carlin W., Mayer C., 1999, "How Do Financial System Affect Economic Performance?", OFRC Working Papers Series, Oxford Financial Research Centre
- Cavalluzzo, K., Sankaraguruswamy, S., 2000, "Pay-to-accounting performance and ownership structure in privately-held small corporations", working paper
- Chang, C., 1993, "Payout policy, capital structure, and compensation contracts when managers value control", *Review of Financial Studies* 6, 911–933
- Charkham J., 1994, "Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries (Clarendon Press, Oxford)
- Coase R., 1937, "The Nature of the Firm", *Economica* 4, 386-405
- Cohen, S., & Lauterbach B., 2008, "Differences in pay between owner and non-owner CEOs: Evidence from Israel". *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 4–15.
- Corbetta G., 1995, "Le imprese Familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo", Egea
- Croci, E., H. Gonenc, and N. Ozkan, 2010, "CEO compensation, family control, and institutional investors in continental Europe", Università degli Studi di Milano working paper
- Cuny, C., G. Martin, and J. Puthenpurackal, 2008, "Stock options and total payout," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming.
- Cuttillo G., Fontana F., 2002, *Manuale di executive compensation e corporate governance*, Franco Angeli, Milano
- Dann L., DeAngelo H., 1983, "Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 11, 275-300
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L., 2000 "Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company". *Journal of Financial Economics*, 56, 153–207.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. M. Stulz, 2004, "Dividend policy, agency costs, and earned equity," working paper
- Demsetz H., Lehn K., 1985, "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177
- Denis D. K., 2001, "Twenty-five years of Corporate Governance research... and counting", *Review of Financial Economics*

- Dewenter K. L., Warther, V. A. 1998, "Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms", *The Journal of Finance*, vol. 53, no. 3, 879-904
- Di Cagno N., 2012, *L'impresa societaria, collana di economia aziendale - Serie scientifica*
- Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H., 2003, "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March 2003, vol. 38, n. 1
- Donaldson G., 1984, "Managing Corporate Wealth", New York, Praeger
- Duffhues P., Kabir R., 2008, "Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.18, No.1.
- Dyl, E. A., 1988, "Corporate control and management compensation: Evidence on the agency problem", *Managerial and Decision Economics*, 9(1), 21–25.
- Easterbrook F., Fischel D., 1983, "Voting in corporate law", *Journal of Law and Economics* 26, 395-427
- Easterbrook F., Fischel D., 1991, "The Economic Structure of Corporate Law (Harvard University Press, Cambridge, Mass)
- Easterbrook F.H., 1984, "Two Agency Costs Explanation of Dividends", *American Economic Review*, 74, 4, 650-659
- Edwards J., Fischer K., 1994, "Banks, Finance and Investment in West Germany Since 1970" (Cambridge University Press, Cambridge)
- Fama E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of political Economy* 88, 299-307
- Fama E., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The journal of political economy*
- Fama E., Jensen M.C., 1983, "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*
- Fama E.F, Babiak H., 1968, "Dividend Policy: An empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*
- Favero, C.A., Giglio, S.W., Honorati, M. and Panunzi, F., 2006, "The Performance of Italian Family Firms", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 5786.
- Fenn G.W., Liang N., 2001, "Corporate payout policy and Managerial stock incentives", *Journal of Financial Economics*
- Franks J., Mayer C., 1994, "The ownership and control of German corporations", unpublished manuscript, London Business School
- Gabrielli G., Profili S., 2010, "People management. Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone, Franco Angeli, Milano
- Gallucci C., Navi G., 2011, "Family vs Non-Family: un'analisi sulle performance nel wine Business", *Esperienze d'Impresa* n. 2
- Gaver, J., and K. Gaver, 1993, "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics* 16, 125–160.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., & Hampton, M. M., 1997, "Generation to generation: Life cycles of family business". Cambridge: Harvard Business School Press.
- Gertner R., Scharfstein D., 1991, "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *Journal of Finance* 46, 1189-1222
- Gilson S., John K., Lang L., 1990, "Troubled debt restructurings: an empirical study of private reorganization of firm in default", *Journal of Financial Economics* 27, 315-355
- Glendon M. A., Gordon M. W. e Osakwe C., 1992, "Comparative Legal Traditions in a Nutshell", St. Paul: West Publishing Company
- Glendon M. A., Gordon M. W. e Osakwe C., 1994, "Comparative Legal Traditions: Tex, Materials and Cases on the Civil and Common Law Tradition, with Special References to French, German and English", St. Paul, Minn. West
- Georgen M., Renneboeg L., Correia da Silva L.M., 2003, "When do German Firms change their dividends?", *Journal of Corporate Finance*

- Gomez-Mejia L. R., M. Larraza-Kintana, and M. Makri, 2003, "The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations", *Academy of Management Journal* 46, 226-237
- Gorton G., Schmid F., 1996, "Universal banking and the performance of German firms", Working paper 5453, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass
- Grossman S., Hart O., 1994, "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, 691-719
- Grossman S., Hart O., 1988, "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 20, 175-202
- Grundfest J., 1990, "Subordination of American capital", *Journal of Financial economics* 27, 89-114
- Haid A., Yurtoglu, Burcin B., 2006, "Ownership structure and executive compensation in Germany", SSRN-id948926 Working paper
- Harris M., Raviv A., 1988, "Corporate governance: Voting rights and majority rules", *Journal of Financial Economics* 20, 203-235
- Hart O., 1995, "Firms, contracts, and Financial Structure" (Oxford University Press, London)
- Hart O., 1988, *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, *Journal of Law, Economics, & Organization*
- Hart O., Moore J., 1990, "Property rights and nature of the firm", *Journal of Political Economy* 98, 1119-1158
- Healy, P., 1985, "The effect of bonus schemes on accounting decisions", *Journal of Accounting and Economics* 7, 85–107.
- Heimes M., Seemann S., 2012, "Which pay for what performance? Evidence from executive compensation in Germany and the United States", SSRN Working Paper
- Hermalin B. E., Weisbach M. S., 2001, "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature", *Economic Policy Review*
- Holderness C., Sheehan D., 1988, "The role of majority stakeholders in publicly held corporations: An exploratory analysis", *Journal Of Financial Economics* 20, 317-346
- Hu A., Kumar P., 2004, "Managerial entrenchment and Payout Policy ". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*
- Hu, Y., Wang, D. D. & Zhang, S., 2007, 'Founding family ownership, management and payout policy'
- Jensen M. C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*
- Jensen M. C., Meckling W. H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*
- Jensen M., 1988, "Takeovers: Their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48
- Jensen M., 1989a, "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review* 67, 60-70
- Jensen M., 1993, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance* 48, 831-880
- Jensen M., Ruback R, 1983, "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics* 11, 5-50
- Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, 1986, Vol. 76, No.2, 323-329
- John K., Williams J., 1985, "Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium", *Journal of Finance*, vol. 40, 1053
- Kang J.K., Shivdasani A., 1995, "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan", *Journal of Financial Economics* 38, 29-58
- Kaplan S., 1994a, "Top executives, turnover, and firm performance in Germany", *Journal of Law, Economics, and Organization* 10, 142-159
- Kaplan S., 1994b, "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and United States", *Journal of Political economy* 102, 510-546

- Kaplan S., Minton B., 1994, "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics* 36, 225-257
- Kato T., Kubo K., 2003, "CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay", Scholar-Google.it
- Kato T., Ling C., 2005, "Executive compensation, Firm Performance and Corporate Governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges", *IZA Discussion Papers*, No. 1767
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1999, "Corporate Ownership around the World", *The Journal of Finance* 2
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 1998, "Law and finance", *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., 2000, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", *The Journal of Finance*
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., 2002, "Investor protection and corporate valuation". *Journal of Finance*, 57, 1147–1170
- Lambert, R., W. N. Lanen, and D. F. Larcker, 1989, "Executive stock option plans and corporate dividend policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, No. 4, 409-425.
- Lau, J., & Wu, H., 2010, "Founding Family Ownership and Dividend Smoothing". Working Paper
- Lewellen, W. G., C. Loderer, and K. Martin, 1987, "Executive compensation and executive incentive problems: an empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics* 9, 287–310.
- Lie, E., 2000, "Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash disbursements", *Review of Financial Studies* 13, 219–248
- Lintner J., "Distribution of Income of Corporation Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, 1956
- Luo Y., Jackson D., 2012, "Executive Compensation, Ownership Structure and Firm Performance in Chinese Financial Corporation", *Global Business and Finance Review*, Vol 17 (1), 56-74
- Mace M., 1971, "Directors, Myth and Reality" (Harvard Business School Press, Boston)
- Manne H., 1965, "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*
- Marris R., 1964, "The economic theory of managerial capitalism", Macmillan and company, London,
- Martin K., McConnell J., 1991, "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover, *Journal of Finance* 46, 671-688
- Masera R. S., 2006, *La Corporate Governance delle banche, Il Mulino*
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F., 2009, "Agency costs at dual-class companies. *Journal of Finance*", 64(4), 1697–1727.
- Mehran H., 1991, "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics* 38 (1995) 163-184
- Miller M.H., Rock K., 1985, "Dividend Policy Under Asymmetric Information", vol. 40, n. 4, 1031-1051
- Modigliani F., Miller M., 1958, "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 48, 261-297
- Morck R., Shleifer A., e Vishny R., 1988b, "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, 293-315
- Morck R., Shleifer A., Vishny R., 1988a, "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers", in A. Auerbach, Ed.: *Corporate Takeovers: Causes and consequences* (University of Chicago Press, Chicago)
- Morck R., Shleifer A., Vishny R., 1989, "Alternative Mechanisms of Corporate Control", *American economic Review* 79, 842-852
- Morck R., Yeung B., Yu W., 2000, "The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?", *Journal of Finance*
- Murphy K., 1999, "Executive compensation. In: Ashenfelter e Card, *Handbook of labor economics*, Amsterdam: North-Holland
- Murphy K.J., 1998, "Executive Compensation", *Handbook of Labour economics*, Vol, 3, O.Ashenfelter and D. card eds., 2485-2563

- Murphy, Kevin J., 1985, "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 7 (April): 11-42
- Myers S., 1977, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-175
- Nordqvist, M., Habbershon, T.G & Melin, L., 2008, "Transgenerational Entrepreneurship: Exploring Entrepreneurial Orientation in Family Firms"
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 1999, *Principles on Corporate Governance*
- Organization for Economic Cooperation and Development, 1995, *Corporate Governance environments in OECD countries*, February 1
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., 1995, "Why do companies go public? An empirical analysis, manuscript, Graduate School of Business, University of Chicago
- Palepu K., 1986, "Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics* 8, 3-35
- Pettit R.R., 1977, "Taxes, Transaction Costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, p. 419-436
- Pound J., 1988, "Proxy contests and efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics* 20, 237-265
- Prowse S., 1992, "The structure of corporate ownership in Japan", *Journal of Finance* 47, 1121-1140
- Raheja, C., 2005, "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 283-306
- Rajan R., 1992, "Insiders and Outsiders: The Choice between relationship and arms-length debt", *Journal of Finance* 47, 1367-1400
- Romano R., 1993a, "The Genius of American Corporate Law (American Enterprise Institute Press, Washington, D.C.)
- Rondi, L. and Elston, J.A., 2009, "Corporate governance and capital accumulation: firm-level evidence from Italy", *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 56, No. 5, 634-661.
- Rozeff M., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios." *Journal of Financial Research* 5: 249-259
- Ryan, H., and R. Wiggins, 2001, "The Influence of Firm- and Manager-Specific Characteristics on The Structure of Executive Compensation", *Journal of Corporate Finance* 7, 101-123
- Salvatori C., 2001, *La Corporate Governance delle banche europee*,
- Sapienza P., 2004, "The Effect of Government Ownership on Bank Lending", *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol.72 (2), 357-384
- Scharfstein D., 1988, "The disciplinary role of takeover", *Review of Economic Studies* 55, 185-199
- Schulze, W., Lubatkin, M., & Dino, R., 2002, "Altruism, agency, and the competitiveness of family firms". *Managerial and Decision Economics*, 23(4/5), 247-259.
- Schulze, W., Lubatkin, M., Dino, R., & Buchholtz, A., 2001, "Agency relationships in family firms: Theory and evidence". *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Seacombe T.D., 2012, "I compensi variabili di breve termine", in Cutillo G., Fontana F., *Manuale di executive compensation e corporate governance*, Franco Angeli, Milano
- Shleifer A., Panunzi F., Burkart M., 2002, "Family Firms", *Harvard Institute of Economic Research*
- Shleifer A., Summers L., 1988, "Breach of trust in hostile takeovers", in A.J. Auerbach, Ed.: *Corporate Takeovers: Causes and consequence* (University of Chicago Press, Chicago), 65-88
- Shleifer A., Vishny R. W., 1996, "A survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*
- Shleifer A., Vishny R., 1986b, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, 461-488
- Shleifer A., Vishny R., 1988, "Value maximization and the acquisition process", *Journal of Economics Perspectives* 2, 7-20
- Shleifer A., Vishny, R. W., 1997, "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Smith C., Warner J., 1979, "On financial contracting: An analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics* 7, 117-161

- Smith C., and R. Watts, 1992, "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics* 32, 263–292.
- Smith C. , Clifford W., 1986, "Investment Banking and the Capital Acquisition Process." *Journal of Financial Economics* 15 (Nos. 1-2)
- Spence M., 1974, "Market Signalling", Harvard University
- Sraer, D. and Thesmar, D., 2007, "Performance and behaviour of family firms: evidence from the French stock market", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 4, 709–751.
- Stigler G., 1958, "The economies of scale", *Journal of Law and Economics* 1, 54-71
- Suntheim., 2011, "Managerial Compensation in the Financial Service Industry", SSRN Working Paper, August 26
- Tagiuri R., John A.D., 1992, "On the Goals of Successful Family Companies", *Family Business Review* 5, no. 1
- Tirole, J., 2006, "The Theory of Corporate Finance" (Princeton University Press, Princeton, NJ).
- Villalonga, B. and R. Amit, 2006, How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417
- Weinstein D.E., Yafeh Y., 1994, "On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan", manuscript, Harvard University
- Weil, Gotshal, Manges, 2002, "Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states". Brussels
- Weisbach M., 1988, "Outside directors and Ceo turnover", *Journal of Financial Economics* 20, 431-460
- Weiss L., 1990, "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority claims", *Journal of Financial Economics* 27, 285-314
- White M., 1993, "The costs of bankruptcy: a U.S.-European comparison", manuscript, University of Michigan
- Williamson O., 1964, "The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.)
- Williamson O.E., 1991, "Economic institutions: spontaneous and intentional governance", in *Journal of law, economics, and organization*, 159-187.
- Zhou W., Georgakopoulos G., Sotiropoulos Ioannis I., Vasileiou K.Z., 2011, "The Impact of Executive Payment on Firm Performance of the Financial Enterprises in China", *Asian Social Science*, Vol. 7, No. 8
- Zingales L., 1998, "Corporate Governance", in Newman P. (Ed.), *The new Palgrave Dictionary of Economics and Growth*, Palgrave Macmillan
- Zingales L., 1994, "The value of voting right: A study of Milan stock exchange experience", *The review of Financial Studies* 7, 125-148
- Zingales L., 2000, "In search of new foundations", National Bureau of Economic Research
- Zwiebel, J., 1996, "Dynamic capital structure under management entrenchment", *American Economic Review* 86, 1197–1215.
- Fonte: <https://expertprogrammanagement.com/2017/11/management-by-objectives/>
- Fonte: <https://www.creativesafetysupply.com/articles/balanced-scorecard/>

