

# POLITECNICO DI TORINO

**Corso di Laurea Magistrale  
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

## **SENSITIVITÀ PAY-PERFORMANCE E TURNOVER DEI CEO NELLE SOCIETÀ QUOTATE PRESSO LA BORSA ITALIANA**



**Relatore**

prof.ssa Laura Rondi

*firma del relatore*

.....

**Candidato**

Enrico Gallo

*firma del candidato*

.....

A.A.2017/18

# Indice

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO PRIMO: ASPETTI INTRODUTTIVI TEORICI</b> .....	<b>6</b>
1.1 LA REMUNERAZIONE DEI MANAGER COME STRUMENTO DI CORPORATE GOVERNANCE .....	6
1.2 IL RAPPORTO PRINCIPALE-AGENTE.....	8
1.3 L'ASSIMETRIA INFORMATIVA .....	12
1.4 FORMULAZIONE DI UN CONTRATTO .....	15
<b>CAPITOLO SECONDO: IL CONTESTO ITALIANO</b> .....	<b>22</b>
2.1 INTRODUZIONE.....	22
2.2 DALLA NASCITA DELLA BORSA IN ITALIA AL PERIODO BELLICO .....	23
2.3 LA RICOSTRUZIONE E IL BOOM ECONOMICO .....	28
2.4 LA SECONDA METÀ DEL NOVECENTO .....	29
2.5 LA NASCITA DI BORSA ITALIANA S.P.A. ....	35
2.6 L'AMBIENTE ECONOMICO ITALIANO E LA NORMATIVA RIGUARDANTE LE SOCIETÀ QUOTATE .....	38
<b>CAPITOLO TERZO: LETTERATURA EMPIRICA E STUDI PREGRESSI</b> ..	<b>47</b>
3.1 INTRODUZIONE.....	47
3.2 EXECUTIVE COMPENSATION AND FIRM PERFORMANCE IN ITALY .....	48
3.3 CEO TURNOVER IN INSIDER-DOMINATED BOARDS: THE ITALIAN CASE .....	61

<b>CAPITOLO QUARTO: PRESENTAZIONE DEL DATABASE .....</b>	<b>66</b>
4.1 INTRODUZIONE.....	66
4.2 IL LAVORO DI RACCOLTA DEI DATI .....	67
4.3 OSSERVAZIONI E CARATTERISTICHE DELLE SOCIETÀ .....	72
4.4 INFORMAZIONI SU AZIONISTI DI MAGGIORANZA E CEO .....	77
4.5 INFORMAZIONI ECONOMICHE .....	80
4.6 CREAZIONE DI VARIABILI UTILI.....	82
<b>CAPITOLO QUINTO: LE PROPRIETÀ DEL CAMPIONE .....</b>	<b>85</b>
5.1 INTRODUZIONE.....	85
5.2 LE SOCIETÀ DEL CAMPIONE .....	86
5.3 LA STRUTTURA PROPRIETARIA .....	88
5.4 CARATTERISTICHE INDIVIDUALI DEI CEO .....	95
5.5 IL LIVELLO DI INDEBITAMENTO.....	97
5.6 COMPOSIZIONE DEL COMPENSO DEI MANAGER .....	99
5.7 INDICI DI PROFITABILITÀ.....	103
<b>CAPITOLO SESTO: IL LAVORO DI ANALISI.....</b>	<b>110</b>
6.1 INTRODUZIONE.....	110
6.2 PANORAMICA DELLE VARIABILI.....	111
6.3 IL TURNOVER DEI CEO .....	115
6.4 LA REMUNERAZIONE DEI CEO .....	132
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>142</b>
<b>ALLEGATI .....</b>	<b>144</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>160</b>
<b>SITOGRAFIA .....</b>	<b>164</b>

# INTRODUZIONE

---

L'obiettivo di questo elaborato è quello di analizzare i compensi degli amministratori delegati (CEO) delle società quotate presso la Borsa Italiana, presentare come essi siano strutturati e la correlazione che intercorre tra remunerazione e altri dati, che ho raccolto da diverse fonti, tra le quali l'area pubblica sulle società quotate sul sito<sup>1</sup> della Consob<sup>2</sup>, dove è possibile reperire i dati relativi all'azionariato, agli organi sociali e al capitale sociale; le relazioni sulle remunerazioni che si possono trovare sui siti delle società quotate, nella sezione dedicata agli investitori; le pubblicazioni di Mediobanca riguardanti le principali società italiane e gli indici e dati relativi alle società quotate<sup>3</sup>. I dati, raccolti durante il lavoro di ricerca, sono stati raggruppati in un database<sup>4</sup> che è poi servito per effettuare l'analisi empirica attraverso le funzionalità del software STATA. L'analisi sul database è stata eseguita con particolare attenzione rivolta da un lato alla sensitività *pay-performance*, dall'altro lato a cosa aumenta la probabilità che si verifichi un cambio dell'amministratore delegato<sup>5</sup>. L'obiettivo è quello di capire se il *turnover* sia avvenuto in seguito ad un risultato negativo conseguito o se non esista correlazione tra esso e i risultati negativi dell'impresa.

---

<sup>1</sup> [www.consob.it/web/area-pubblica/quotate](http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate).

<sup>2</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

<sup>3</sup> Pubblicazioni che si possono reperire sia in formato cartaceo sia in formato digitale accedendo al sito [www.mbres.it](http://www.mbres.it).

<sup>4</sup> Per la formazione del database è stato utilizzato il programma Microsoft Excel.

<sup>5</sup> Questa situazione prenderà il nome di "turnover del CEO" all'interno dell'elaborato.

Nel primo capitolo vengono delineati alcuni aspetti teorici per favorire l'introduzione del contesto in cui si colloca l'elaborato e la comprensione dei concetti presenti nello stesso. Viene presentata principalmente la parte della teoria manageriale d'impresa relativa ai problemi d'agenzia che si generano tra azionisti e manager, prima e dopo la stipula del contratto tra loro, *dal momento che tali* problematiche influenzano fortemente la scelta delle strategie di remunerazione e la composizione della stessa.

Dopo una iniziale panoramica storica sulla Borsa di Milano, nel secondo capitolo, si procederà alla presentazione del contesto delle società quotate, come esse si inseriscono all'interno del capitalismo italiano, le cui caratteristiche peculiari sono oggetto particolarmente interessante di studio, in quanto influenzano fortemente le imprese e le strategie di remunerazione dei manager che le amministrano. Particolare risalto viene dato al Codice Preda, redatto nel 1999 su iniziativa della Borsa Italiana, per autodisciplinare le società quotate.

Il terzo capitolo si focalizza sulla letteratura empirica che ha trattato in passato il tema della sensitività *pay-performance*, analizzando studi e ricerche svolte che ho ritenuto opportune ed utili da prendere in considerazione nell'elaborazione della mia analisi. In particolare, di fondamentale rilevanza sono due studi econometrici di tre docenti universitari, Brunello, Graziano e Parigi. Il primo pubblicato nel 2001, dopo una prima panoramica del capitalismo italiano, analizza come le caratteristiche chiave di esso influiscano sulla composizione del compenso del manager e sulla relazione tra paga del manager e performance dell'impresa in cui opera<sup>6</sup>. Lo studio, il primo in Italia sull'argomento, può essere considerato la vera e propria fonte d'ispirazione per il

---

<sup>6</sup> G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *Executive compensation and firm performance in Italy*, in *International Journal of Industrial Organization*, 2001, 19, pagg. 133-161.

lavoro che ho svolto, e la presente tesi mira ad esserne una continuazione attuale ed aggiornata. Il secondo tratta invece il tema del *turnover* del CEO<sup>7</sup>.

Prima di addentrarsi nell'analisi vera e propria è stato necessario illustrare nel quarto capitolo il campione di società inserite nel database che per essere prese in considerazione, devono essere state quotate per almeno quattro anni presso la Borsa di Milano, a partire dall'anno 2000. Nella seconda parte del capitolo, vengono presentate dettagliatamente le variabili usate per l'analisi empirica.

Il capitolo successivo delinea le proprietà del campione e le verifica per capire se esso rispecchi effettivamente quanto enunciato sul capitalismo italiano. Dopo una prima panoramica sulle società presenti nel campione, verrà analizzata la struttura proprietaria delle imprese nell'arco di tempo in cui sono state raccolte le informazioni, le principali caratteristiche individuali dei CEO, il livello di indebitamento delle società e la composizione delle retribuzioni. In ultima analisi, verranno presentati gli indici di performance che verranno utilizzati nell'analisi econometrica, evidenziando interessanti caratteristiche degli stessi indicatori.

Il sesto capitolo è dedicato alla presentazione dei modelli di regressione e dei risultati emersi dalla vera e propria analisi empirica svolta tramite essi con il software STATA, spiegandone i passaggi e le assunzioni che hanno portato alla generazione degli *output* riportati. Le evidenze di tale analisi trovano spazio nelle conclusioni, parte finale del mio lavoro, che riprende gli obiettivi prefissati e propone eventuali spunti per un futuro sviluppo del presente elaborato.

---

<sup>7</sup> G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, in *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 2003.

# CAPITOLO PRIMO

## ASPETTI TEORICI INTRODUTTIVI

---

### 1.1 LA REMUNERAZIONE DEI MANAGER COME STRUMENTO DI CORPORATE GOVERNANCE

Lo studio della remunerazione dei manager e la relativa sensitività rispetto ad altri fattori, quali ad esempio il turnover del manager, la tipologia e la performance d'impresa, hanno riscosso e riscuotono tuttora interesse da parte di istituzioni pubbliche e studiosi. Ampia letteratura teorica e crescente ricerca empirica ha analizzato i compensi che spettano ai manager, studiandone in particolare la componente incentivante, rilevando la presenza di una correlazione, non altissima, tra paga degli amministratori e rendimento azionario. Di maggiore intensità è risultata invece la correlazione tra compensi dei top manager e le dimensioni dell'impresa.

Il tema della Corporate Governance<sup>1</sup>, del quale la remunerazione dei manager è un importante strumento, è strettamente connesso al problema della separazione tra proprietà e controllo che caratterizza la moderna concezione di impresa manageriale. L'impresa, a partire da metà Novecento, grazie alle teorie manageriali, non viene più vista con l'unico obiettivo di massimizzare il profitto o, in altre parole, l'utilità del

---

<sup>1</sup> Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, rispettivamente un economista russo e uno statunitense, nel 1997 pubblicano sul *Journal of Finance*, un articolo accademico dal titolo *A Survey of Corporate Governance*, in cui riportano la seguente definizione di Corporate Governance: "It deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment".

titolare, che è sia proprietario che controllante, in quanto partecipa agli utili, assume il rischio d'impresa ed esercita potere e controllo prendendo decisioni per essa.

A seguito del proliferare delle grandi società ad azionariato diffuso, le cosiddette *public companies*, la figura dell'imprenditore classico scompare. Nel *capitalismo classico*, o *famigliare*, le risorse per la gestione e crescita dell'impresa provenivano dall'imprenditore fondatore; con l'avvento del *capitalismo manageriale*, nasce la necessità di reperire finanziamenti adeguati alla gestione di imprese più grandi, in quanto il proprietario/fondatore non riesce e non può più garantire l'apporto economico e gestionale necessario. Questa necessità ha portato alla vendita, sul mercato dei capitali, di quote della società, nella quale entrano così gli azionisti, proprietari della stessa in proporzione alla quota sottoscritta. Nelle *public companies*, la maggior parte dei numerosi azionisti detiene una frazione molto ridotta del capitale sociale, perciò è impensabile che tutti partecipino al controllo e alla gestione dell'impresa. Da qui scaturisce la necessità, per l'impresa ad azionariato diffuso, di avere un gruppo manageriale che non detenga la proprietà del capitale e che pertanto non percepisca profitto, separato dagli azionisti, i quali hanno diritto di partecipare al profitto, sulla base della quota azionaria posseduta, una volta remunerati i fattori di input. Il rapporto che viene così a crearsi tra azionisti e manager è un rapporto d'agenzia, studiato ed analizzato dalla teoria Principale-Agente.

## 1.2 IL RAPPORTO PRINCIPALE-AGENTE

Gli economisti statunitensi Adolf Berle e Gardiner Means, nel 1932 furono fra i primi ad affermare che, relativamente alla gestione delle grandi società, fosse presente una forte discrepanza tra l'obiettivo dei proprietari, il profitto, e quello dei manager, la carriera<sup>2</sup>. Piercarlo Ravazzi, economista e docente universitario al Politecnico di Torino, ha presentato un modello matematico di massimizzazione formulato in modo da incorporare la divergenza fra finalità del manager (definita M nel modello) e quelle dell'azionista (indicata con A). L'obiettivo dell'azionista, espresso come massimizzazione de Valore Attuale Netto dell'impresa, viene presentato come:

$$\text{Max } VAN(A) = \sum_{t=0}^n \frac{\Delta R_t^e(A) - I_t}{1 + r_A}$$

ove  $\Delta R_t^e(A)$  rappresenta il flusso di reddito atteso per il periodo  $t$ ,  $I_t$  l'esborso di capitale previsto nello stesso periodo e  $r_A$  il tasso di sconto che misura il grado d'incertezza e di rischio dei flussi futuri secondo l'azionista. Il processo di attualizzazione deve trovare riscontro nel mercato dei capitali: se  $VAN > 0$ , significa che l'impresa investe in attività dal rendimento più elevato rispetto a quello richiesto dagli azionisti, accrescendo così la loro ricchezza. L'espressione di massimizzazione dal punto di vista del manager è invece:

$$\text{Max } VAN(M) = \sum_{t=0}^n \frac{\Delta R_t^e(M) - I_t}{1 + r_M}$$

ove  $\Delta R_t^e(M)$  rappresenta il flusso di reddito atteso nel periodo  $t$  e  $r_M$  il tasso di attualizzazione secondo il management. Confrontando le due espressioni, risulta

---

<sup>2</sup> A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, Stati Uniti d'America, 1932.

evidente che i flussi di reddito attesi  $\Delta R_t^e$  presenti in esse possano non coincidere, così come i tassi di attualizzazione  $r$ , i quali dipendono dalle aspettative rispettivamente di azionisti e manager<sup>3</sup>.

La teoria Principale-Agente si basa proprio sulla considerazione che, in molte imprese medio-grandi, ed in particolare in quelle ad azionariato diffuso, esiste una chiara distinzione tra proprietari e manager, tra proprietà e controllo che può portare a conflitti che vanno analizzati e, in qualche modo, limitati. Ciò è possibile disegnando uno schema di compenso che stimoli un livello d'impegno appropriato da parte dell'agente. Inoltre, bisogna cercare di capire come legare il compenso al risultato ottenuto, dal momento che quest'ultimo può dipendere sia dall'impegno profuso che da fattori contingenti non prevedibili.

La teoria Principale-Agente è di fondamentale importanza in quanto la maggior parte degli approcci agli studi nel campo del *capitalismo manageriale* considera i manager come agenti degli azionisti. Ogni qual volta un individuo affida un compito ad un altro, tra essi si instaura un rapporto d'agenzia. In altre parole, ogni volta che si verifica una qualunque forma di decentramento. Il manager si può quindi considerare come colui che riceve il compito di amministrare l'azienda per conto degli azionisti che lo assumono affinché persegua i loro interessi. Il problema, detto *d'agenzia* o *principale-agente*, è stato affrontato in uno studio del 1976 svolto da due economisti statunitensi, Michael Jensen e William Meckling, e pubblicato dalla rivista accademica *Journal of Financial Economics*. Jensen e Meckling hanno definito la relazione tra principale e agente come “*un contratto in base al quale una o più persone (principale)*”

---

<sup>3</sup> P. RAVAZZI, *Produzione e finanza nell'impresa manageriale*, Il Mulino, Bologna, 1990.

*obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente*"<sup>4</sup>. Studiare questa relazione è di particolare rilevanza proprio per i problemi che ne derivano. Essi sono dovuti principalmente alla presenza di un potenziale conflitto di interessi che può nascere tra manager e azionisti, avendo questi ultimi obiettivi e utilità non sempre allineati. Già Adam Smith<sup>5</sup>, a fine Settecento, aveva rilevato l'esistenza dei sopracitati conflitti d'interesse<sup>6</sup>; che saranno poi alla base della teoria manageriale che si emergerà durante il Novecento. Questa teoria si è sviluppata grazie all'apporto di studi e ricerche di numerosi economisti, tra i quali spicca Robin Marris che, un decennio prima rispetto a Jensen e Meckling, aveva presentato un modello in cui gli obiettivi del manager, la sicurezza del posto di lavoro e la crescita dell'impresa (per far sì che aumenti la propria remunerazione e i benefici non monetari conseguibili), e l'obiettivo degli azionisti, la massimizzazione dei dividendi, erano differenti<sup>7</sup>. Marris ha evidenziato come le problematiche siano causate dalla separazione del controllo, che porta ad avere attori diversi con obiettivi diversi, che possono essere più o meno manifesti, da cui scaturiscono i conflitti d'interessi, che a loro volta generano rallentamenti e situazioni che comportano costi difficilmente eliminabili. Dagli anni Settanta in poi, grazie alle suddette teorie manageriali unite ad altre in ambiti simili, l'impresa non viene più considerata come una *black box* il cui unico obiettivo è quello di massimizzare il profitto, come indicato

---

<sup>4</sup> M. JENSEN e W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3 (4), Rochester, 1976, pagg. 305-360.

<sup>5</sup> Celebre filosofo ed economista scozzese nato a Kirkcaldy il 5 giugno 1723 e morto ad Edimburgo il 17 luglio 1790.

<sup>6</sup> A. SMITH, *The Wealth of Nations*, W. Strahan and T. Cadell, Londra, 1776.

<sup>7</sup> R. MARRIS, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, Macmillan, Londra, 1964.

dalla teoria classica, ma come un insieme di persone con obiettivi ed interessi diversi, focalizzando l'attenzione sulla separazione tra proprietà e controllo.

Il principale è sostanzialmente neutrale al rischio, mentre l'agente è avverso ad esso, in quanto lavora in condizioni di incertezza<sup>8</sup> e ha un'utilità che è funzione decrescente del suo impegno, perciò un contratto fisso lo porterebbe a conferire un basso livello di sforzo. Fosse neutrale al rischio, significherebbe che anche questi partecipi al rischio d'impresa, e questa situazione renderebbe anch'egli un azionista, ovvero il principale e non più l'agente. Perciò, affinché l'agente sia disposto a partecipare, il contratto deve essere economicamente conveniente e, al tempo stesso, in grado di garantirgli il livello di utilità di riserva, che rappresenta l'utilità che riceverebbe nella migliore delle ipotesi alternative rispetto alla stipula del suddetto contratto. È però necessario che oltre ad una parte fissa, sia presente nel contratto anche una parte incentivante. Il vincolo di incentivazione è inserito per tenere conto della del conflitto d'interesse fra le parti, partendo dal presupposto che le azioni che l'agente intraprende nell'interesse del principale hanno per lui un costo, che coincide con lo sforzo che impiega, e sono inevitabilmente orientate alla massimizzazione della sua utilità, ovvero il suo *self-interest*. Questa naturale propensione a perseguire i propri interessi fa sì che, sapendo che il proprio impegno è difficilmente controllabile, il manager possa pensare di eludere lo sforzo, compromettendo così il risultato del proprio lavoro, a discapito degli azionisti. L'inserimento di bonus e clausole

---

<sup>8</sup> L'incertezza è dovuta al fatto che l'agente a cui è stato affidato un compito, potrebbe non portarlo a termine, o generare un risultato non soddisfacente, indipendentemente da quanto impegno abbia messo nel suo lavoro. Se l'incertezza fosse troppo elevata e quindi il rischio troppo alto, l'agente potrebbe non accettare l'incarico. Il principale, deve quindi cercare di convincere l'agente, che non vorrà accollarsi tutto il rischio dell'azione. C'è quindi situazione di risk sharing con una parte di condivisione del rischio che comporta un'inefficienza.

incentivanti che leghino la remunerazione del manager ai risultati e performance d'impresa, osservabili dagli azionisti, è necessario per ridurre gli effetti dello *shirking*<sup>9</sup>.

### 1.3 L'ASIMMETRIA INFORMATIVA

Oltre ad avere obiettivi diversi, manager e azionisti posseggono anche una diversa quantità di informazioni. Esse, infatti, non possono essere distribuite in egual misura tra tutti gli attori. Informazione perfetta significa che tutti gli attori sul mercato, siano essi creditori o debitori, operai, azionisti o manager, posseggano esattamente le stesse informazioni. Essendo questo uno scenario ideale, difficilmente riscontrabile nella realtà, la distribuzione non simmetrica delle informazioni genera un vantaggio per chi ne possiede in maggior misura. Le problematiche derivanti dall'asimmetria informativa si possono accorpate in due tipologie.

La prima di esse prende il nome di *selezione avversa*, o caso dell'*informazione nascosta*, ed è un problema connaturato alla fase precontrattuale, momento nel quale l'agente è tipicamente più informato rispetto al principale riguardo il problema o il lavoro che quest'ultimo gli vuole assegnare. George Akerlof, premio Nobel per l'economia nel 2001, presentò per primo, negli anni Settanta, un esempio esplicativo sulla *selezione avversa* riguardante il mercato delle automobili usate. Egli ha mostrato come l'asimmetria informativa faccia degradare il mercato per effetto della selezione avversa, in quanto, un cliente che vuole acquistare un automobile usata, non ha la

---

<sup>9</sup> *Shirking* è il termine inglese con cui si indica l'elusione dello sforzo del manager in condizioni di asimmetria informativa. Quest'ultimo aspetto verrà presentato nel seguente paragrafo.

certezza di essere in procinto di acquistare un *bidone*<sup>10</sup> (così ha definito Akerlof le automobili che presentano difetti conosciuti dal venditore ma di cui l'acquirente è all'oscuro finché non le acquista) oppure una buona automobile, perciò egli sarà disposto a pagare un prezzo compreso tra quello che sarebbe disposto a pagare per un'automobile con difetti e quello che sarebbe disposto a pagare per una che al contrario non ne presenta, basandosi sulla probabilità che l'automobile in vendita sia un *bidone*. Se gli acquirenti disponessero di informazione perfetta, conoscerebbero con certezza il valore dell'auto, e pagherebbero semplicemente una somma eguale a tale valore. I venditori, che conoscono la qualità dell'automobile, sono disincentivati a vendere automobili senza difetti, poiché il prezzo accettabile per gli acquirenti sarebbe inferiore rispetto al reale valore, come sopra spiegato, ma hanno la tendenza a vendere più *bidoni*, poiché in questo caso, farebbero un ottimo affare. Gli acquirenti però, accorgendosi di questa tendenza, abbassano ulteriormente il prezzo che sono disposti a pagare per l'acquisto dell'automobile, con la conseguenza che i venditori sono incentivati a immettere sul mercato automobili con difetti in quantità ancora maggiore. Nel caso estremo, le automobili buone non sono vendute affatto, mentre i *bidoni* dominano il mercato<sup>11</sup>. Il caso descritto da Akerlof si può utilizzare come modello per descrivere la relazione che intercorre tra azionisti e manager, uno degli aspetti studiati in questo elaborato, in quanto il manager, esattamente come il venditore di automobili usate, tipicamente è meglio informato sulle condizioni dell'impresa e non rivela all'azionista quali siano le sue funzioni di costo e utilità<sup>12</sup>. A causa quindi

---

<sup>10</sup> "Bidone" è la traduzione italiana di "*lemon*", espressione in gergo americano usata da Akerlof nel suo articolo, che nella lingua italiana non assume la stessa sfumatura di significato.

<sup>11</sup> G. A. AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), Harvard, 1970, pagg. 488-500.

<sup>12</sup> Le funzioni sono, rispettivamente, quanto costa al manager lo sforzo per portare avanti il lavoro di amministrazione dell'impresa e quali sono le sue personali preferenze.

dell'asimmetria informativa, il contratto non può definire correttamente *ex ante* l'impegno dell'agente, e da ciò deriva l'incompletezza dello stesso. Le strategie di remunerazione dovranno quindi cercare di massimizzare lo sforzo profuso dal CEO, cercando così di allineare gli obiettivi di azionisti e manager, facendo dipendere parte della paga con misure osservabili di performance dell'impresa.

La seconda tipologia di asimmetria informativa viene chiamata *azzardo morale*, o caso dell'*azione nascosta*, ed è una forma di opportunismo post-contrattuale. che può portare l'agente a perseguire i propri interessi a spese del principale. Dopo che il contratto è stato firmato, infatti, l'agente inizia a lavorare per il principale e può confidare nell'impossibilità, per quest'ultimo, di verificare l'effettivo livello di sforzo esercitato. Siccome riguarda la sfera intima dell'agente, che sa di non svolgere bene il proprio lavoro perché esso non può essere interamente monitorato, viene usata la parola *morale* per indicare la presente asimmetria informativa. Due docenti australiani della University of Queensland, David Rowell e Luke Connelly, offrono una dettagliata genealogia del termine *azzardo morale*, identificando i cambiamenti salienti di significato che ha avuto durante gli anni, partendo dalla letteratura medievale teologica. La ricerca, effettuata all'interno del settore assicurativo, ha rilevato come nel tempo sia andata scomparendo l'accezione negativa del termine, fino al secolo scorso in cui, quando si parlava di *azzardo morale*, non si presupponeva alcuna azione immorale o frode<sup>13</sup>.

Il principale deve quindi cercare di sottoporre all'agente un contratto che tenga conto delle asimmetrie informative, sia nella fase precontrattuale sia in quella post

---

<sup>13</sup> D. ROWELL, L. B. CONNELLY, *A history of the term "moral hazard"*, in *Journal of Risk and Insurance*, 79 (4), Brisbane, 2012, pagg. 1051–75.

contrattuale, ma anche che faccia in modo che il manager accetti di lavorare per lui. La contrattazione risulta essere sulla base di un'idea di sforzo, comunemente misurato in ore giornaliere. Il manager è indotto a promettere che il suo sforzo ed il suo impegno saranno massimi ma, ottenuto il lavoro, potrà sforzarsi in misura tanto minore quanto maggiore sarà la difficoltà per il principale di monitorarlo. La causa di questo atteggiamento è l'aumento della probabilità che si verifichi uno scenario caratterizzato da un basso profitto per l'impresa, il quale è funzione di una componente casuale e dello sforzo profuso dal manager nel suo lavoro, in aggiunta ad altri fattori derivanti dal settore in cui opera.

#### 1.4 FORMULAZIONE DI UN CONTRATTO

Dopo aver presentato le problematiche di cui si deve tenere conto nella contrattazione e stipula di un contratto, quest'ultimo verrà approfondito focalizzandosi sulla sua composizione nel presente paragrafo. Affinché un contratto possa esistere, in primo luogo deve rispettare due vincoli fondamentali per l'agente:

- Vincolo di Partecipazione
- Vincolo di Compatibilità degli Incentivi

Il primo vincolo, già brevemente introdotto nel paragrafo 1.2, viene anche chiamato di *razionalità individuale*. L'agente non accetterebbe un contratto che, con la propria parte fissa, non gli garantisca uno stipendio che sia pari a quanto pensa di ricevere non accettando il contratto ed intraprendendo la migliore alternativa possibile. Questa soglia minima di accettazione, per la quale l'agente deve essere rassicurato,

viene detta *utilità di riserva*. Ovviamente questa soglia è difficilmente osservabile dal principale, ma è un'importante informazione per lui, il quale vorrebbe che l'agente accettasse l'incarico ma senza doverlo pagare eccessivamente. Il secondo vincolo, invece, serve per tentare di allineare gli interessi dell'agente con quelli del principale. Egli non può imporre le azioni che l'agente effettuerà per portare a termine il compito assegnatogli, ma può influenzarle mediante la scelta di uno schema incentivante appropriato. Se grazie agli incentivi previsti, l'agente sceglie l'opzione che massimizza il proprio *self-interest* e allo stesso tempo persegue gli interessi del principale, allora si dice che il contratto è *ottimo*.

Il rispetto dei due vincoli dà vita a contratti con una parte di compenso fissa e una variabile legata agli obiettivi e ai risultati aziendali. Per modellare un esempio generale di contratto di questo tipo, in presenza di asimmetria informativa, si può ricorrere alla Teoria dei Giochi, rappresentando la situazione come un gioco sequenziale in due mosse in cui il principale al tempo 1 sceglie un certo livello di retribuzione per il manager, il quale, al tempo 2, dopo aver osservato la mossa del primo, sceglie la sua strategia, ovvero quale livello di impegno immettere. I payoff che si ottengono alla fine del gioco, sono rappresentati dalle funzioni di utilità per entrambi i giocatori. Per una rappresentazione del modello si ricorre ad un semplice esempio in termini matematici, articolato in tre diverse situazioni.

Il primo caso, definito come *benchmark*, è quello caratterizzato da piena informazione. Lo scenario è ovviamente ideale, ma è utile per capire come la presenza di asimmetria informativa impedisca di arrivare a soluzioni semplici ed ottimali. L'impresa deve assumere il manager e scongiurare il fenomeno dello *shirking*. La

funzione di utilità dell'agente (il manager) può essere rappresentata dalla seguente espressione:

$$U = \sqrt{y} - (e - 1)^{14}$$

ove  $e$  rappresenta lo sforzo sostenuto e  $y$  il reddito del manager che è nullo nel caso in cui lo sforzo sia nullo, ottenendo in questo caso l'utilità di riserva,  $\hat{U} = 1$ , ovvero quanto l'agente avrebbe non accettando il lavoro e rimanendo a casa propria. Quindi, per rispettare il vincolo di partecipazione è necessario che l'utilità dell'agente sia almeno uguale 1. Nel caso in cui accettasse il lavoro, l'output  $\pi$  è funzione dello sforzo del manager  $e$ , e del caso  $\varepsilon$ , che, per semplificazione, può essere solo favorevole o sfavorevole. Il risultato può essere positivo oppure negativo, rispettivamente  $\pi^G = 36$  e  $\pi^B = 6$ . Essendoci la variabile aleatoria del caso, non vi è la certezza di avere un payoff pari a 36 nel caso in cui il manager si impegni molto ( $e^H = 2$ ), ma la probabilità è maggiore, rispetto ad uno scenario in cui si impegna poco ( $e^L = 1$ ). Le probabilità che si verifichi il risultato migliore sono pari a  $2/3$ , con l'impegno maggiore, e  $1/3$  con l'impegno minore. Viceversa, se il manager immette nel proprio lavoro uno sforzo pari a 1, ci sarà una probabilità di  $2/3$  che si verifichi un output con un payoff di 36 e di  $2/3$  che se ne verifichi uno di 6. Il principale deve indurre il manager a partecipare e a prestare lo sforzo contrattato. Con l'informazione perfetta, egli sa esattamente quale sia l'utilità di riserva, che nell'esempio è pari a 1, ed offrirà un salario tale per cui l'utilità dell'agente sarà pari a quella di riserva. Al manager sarà quindi offerto un

---

<sup>14</sup> L'utilità marginale risulta essere funzione decrescente del reddito. Perciò all'aumentare del reddito, il payoff ricevuto aumenta ma in misura sempre inferiore. Ciò è dimostrato dalla derivata dell'utilità in funzione del reddito che risulta essere:

$$\frac{\partial U}{\partial Y} = \frac{1}{2 * \sqrt{y}} < 1, \forall y > \frac{1}{4}$$

salario pari a 4 nel caso in cui si vuole che egli si sforzi molto, oppure pari a 1 nel caso di basso impegno. Si giunge alla definizione di questi due valori, ponendo le due seguenti equazioni di utilità pari all'utilità di riserva:

$$U = \sqrt{y^H} - (e^H - 1) = \hat{U} = 1, \text{ con } e^H = 2$$

$$U = \sqrt{y^L} - (e^L - 1) = \hat{U} = 1, \text{ con } e^L = 1$$

Il principale deve capire quale livello di sforzo contrattare per massimizzare il profitto per l'impresa. Considerando i due scenari e i relativi pesi, le due funzioni di profitto con i relativi livelli di impegno del manager si presentano nel seguente modo:

$$\pi^H = \mathbb{P}^H * \pi^G + (1 - \mathbb{P}^H) * \pi^B - y^H = \frac{2}{3} * 36 + \frac{1}{3} * 6 - 4 = 22$$

$$\pi^L = \mathbb{P}^L * \pi^G + (1 - \mathbb{P}^L) * \pi^B - y^L = \frac{1}{3} * 36 + \frac{2}{3} * 6 - 1 = 15$$

Il risultato migliore per l'impresa si ha nel caso in cui il manager si sforzi molto. Perciò il principale offrirà una retribuzione pari a 4 nel caso in cui osservi uno sforzo pari a  $e^H$ , mentre darà 0 nel caso in cui lo sforzo sia inferiore. Il contratto con  $y=4$  offre un incentivo sufficiente ad estrarre un livello ottimale di sforzo e a massimizzare i profitti d'impresa, rispettando i due vincoli.

Con la seconda situazione, ci si allontana dal caso ideale. Lo sforzo non è osservabile e vi è quindi asimmetria informativa. La contrattazione avviene sulla base di un'idea di sforzo, comunemente misurato in ore, ma il manager è indotto a promettere che si impegnerà molto per poi apportare un livello inferiore di sforzo, sapendo di non poter essere controllato pienamente. Facendo *shirking* il manager rende

più probabile lo scenario dal basso profitto per l'impresa. L'utilità del manager che promette molto sforzo e poi si impegna poco sarà pari a:

$$U = \sqrt{y^H} - (e^L - 1) = \sqrt{4} - (1 - 1) = 2$$

e il profitto per l'impresa sarà inferiore rispetto a quello che si verificava nel caso benchmark, a parità di salario contrattato:

$$\pi = \mathbb{P}^L * \pi^G + (1 - \mathbb{P}^L) * \pi^B - y^H = \frac{1}{3} * 36 + \frac{2}{3} * 6 - 4 = 12$$

Il principale però anticipa la tendenza ad eludere lo sforzo da parte del manager e allora offre un salario pari a 1. L'utilità del manager sarà pari all'utilità di riserva e quindi parteciperà, mentre il profitto dell'impresa sarà superiore di una quantità pari al risparmio sul salario proposto al manager:

$$\pi = \mathbb{P}^L * \pi^G + (1 - \mathbb{P}^L) * \pi^B - y^L = \frac{1}{3} * 36 + \frac{2}{3} * 6 - 1 = 15$$

La soluzione in presenza di asimmetria informativa risulta molto subottimale, il payoff ricevuto, 15, si discosta molto dal payoff del caso benchmark, 36.

Si arriva così al terzo caso, caratterizzato dal ricordo al contratto incentivante. L'impresa offrirà  $y^G$  (salario maggiore) se ottiene un profitto soddisfacente  $\pi^G$ ,  $y^B$  (salario basso) se invece ne otterrà uno meno soddisfacente,  $\pi^B$ . Il problema è quello di trovare  $y^G$  e  $y^B$  in modo da massimizzare i ricavi dell'impresa. Il vincolo di partecipazione risulta essere:

$$U = \left[ \mathbb{P}^H * \sqrt{y^G} + (1 - \mathbb{P}^H) * \sqrt{y^B} \right] - (e^H - 1) \geq \hat{U}$$

In questo scenario, non si può ancorare il salario  $y$  allo sforzo, ma alla probabilità che si verifichi un profitto elevato; a differenza dei casi precedenti, la  $y$  nella formula risulta ponderata, affinché sia utile per il manager sforzarsi molto. Più complesso è il vincolo di incentivazione:

$$U = \left[ \mathbb{P}^H * \sqrt{y^G} + (1 - \mathbb{P}^H) * \sqrt{y^B} \right] - (e^H - 1) \\ \geq \left[ \mathbb{P}^L * \sqrt{y^G} + (1 - \mathbb{P}^L) * \sqrt{y^B} \right] - (e^L - 1)$$

il quale serve affinché il manager voglia sforzarsi molto, perché la sua utilità in quel caso sarebbe maggiore. Risolvendo le due espressioni si trovano i seguenti valori  $y^G = 9$  e  $y^B = 0$ . In media, essendoci incertezza sull'output, l'agente riceverà:

$$y = \mathbb{P}^H * y^G + (1 - \mathbb{P}^H) * y^B = \frac{2}{3} * 9 + \frac{1}{3} * 0 = 6$$

Gli azionisti invece, riceveranno un profitto medio pari a:

$$\pi = \mathbb{P}^H * \pi^G + (1 - \mathbb{P}^H) * \pi^B - y = \frac{2}{3} * 36 + \frac{1}{3} * 6 - 6 = 20$$

Al termine della presentazione del modello, si può notare come, in presenza di asimmetria informativa, un contratto incentivante possa garantire un reddito atteso per il manager superiore (di 6 contro i 4 del secondo caso) e un profitto atteso per gli azionisti maggiore (20 invece di 15). È infine opportuno considerare che, nella realtà, il sistema di incentivi non consente di eliminare del tutto l'inefficienza dovuta all'azzardo morale. Nonostante i contratti di questo genere consentano di indirizzare il comportamento del manager verso uno sforzo maggiore, difficilmente si arriva alla massimizzazione dei profitti per l'impresa. Si è infatti sotto l'ipotesi che il risultato dipenda da componenti aleatorie, le quali inducono l'agente a preferire uno stipendio

che preveda una parte fissa, che porta necessariamente alla riduzione dell'impegno. Nell'esempio sopra riportato, in caso di output non soddisfacente per l'impresa, il salario per il manager sarebbe stato nullo, facendo quindi intuire che il contratto prevedesse solamente bonus direttamente legati ai risultati, senza una parte fissa indipendente da essi. Una soluzione di maggiore efficienza si avrebbe se aumentasse il *risk sharing*, tanto da spingere l'agente ad agire in modo ottimale ma, come già visto nei paragrafi precedenti, se il manager si accollasse il rischio d'impresa, diventerebbe lui stesso un azionista.

# CAPITOLO SECONDO

## IL CONTESTO ITALIANO

---

### 2.1 INTRODUZIONE

Ho deciso di focalizzare lo studio e la ricerca alle imprese quotate presso la Borsa di Milano, perciò il campione che verrà utilizzato per l'analisi econometrica attinge solamente da esse. Prima di procedere con l'esposizione di studi pregressi correlati a questo campo di ricerca, del campione e dell'analisi svolta con le relative conclusioni a cui sono giunto, può risultare utile presentare brevemente alcuni accenni storici<sup>1</sup> riguardanti la borsa valori italiana all'interno del contesto del capitalismo italiano, le cui caratteristiche peculiari lo rendono un caso unico di studio. È importante approfondire queste peculiarità, in quanto influenzano fortemente la struttura delle imprese che operano al loro interno e conseguentemente le loro strategie, tra le quali, appunto, quelli di remunerazione e turnover degli amministratori.

---

<sup>1</sup> La fonte principale della trattazione storica, articolata nei primi quattro paragrafi, ove non specificato diversamente in nota, è il capitolo *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme*, scritto da Giovanni Siciliano, nella pubblicazione *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, a cura della Consob.

## 2.2 DALLA NASCITA DELLA BORSA IN ITALIA AL PERIODO BELLICO.

### 2.2.1 La nascita delle borse valori in Italia

L'istituto della Borsa di Commercio di Milano nasce il 15 gennaio 1808 per decreto del viceré del Regno d'Italia Eugenio Napoleone di Beauharnais presso il Monte di Pietà, ma la sede fu spostata dopo un solo anno nella Piazza dei Mercanti, all'interno del Palazzo dei Giureconsulti. La nuova sede, scelta in quanto la precedente era risultata troppo ristretta, nonostante le contrattazioni e gli scambi fossero ancora limitati, ospitò la Borsa di Milano per quasi un secolo. Tuttavia, quella di Milano, attualmente l'unica ancora attiva, non è stata la prima borsa istituita in Italia ma, cronologicamente, addirittura la quarta. Le più antiche furono quella di Venezia (1630) e di Trieste, nata per volontà del Governo imperiale asburgico (1755). Pochi anni prima rispetto a quella lombarda, fu invece istituita la Borsa di Roma, nata con un decreto del 1802 nello Stato Pontificio. Il XIX secolo vide inoltre la diffusione di altre piazze di scambio minori, con funzione prettamente regionale, attivate e ufficialmente riconosciute con provvedimenti pubblici; sono i casi della Borsa Valori di Firenze (1808), di Napoli (1810), di Palermo (1842), di Torino (1850), di Genova (1855), di Bologna (1861) e di una nuova a Venezia (1875), più moderna rispetto a quella citata in precedenza. Nella seconda metà dell'Ottocento, l'attività delle borse valori italiane fu prevalentemente orientata alle esigenze di collocamento e di creazione di mercati secondari liquidi per i titoli pubblici. L'Unità d'Italia portò infatti ad un'esplosione del fabbisogno finanziario dello Stato, a causa dell'ambizioso programma sabauda di infrastrutture legato soprattutto alla realizzazione di linee ferroviarie. Lo Stato risultava dunque il principale attore dei listini borsistici, sia in qualità di emittente di

titoli pubblici sia come garante di alcune società ferroviarie. Esse furono fra le prime imprese a essere quotate sui listini di borsa italiani e risultarono, insieme alle banche, la tipologia di società quotata più diffusa durante tutto il secolo. È possibile rilevare questo andamento dalla tabella 2.1, che illustra le tipologie di società quotate presso la Borsa Valori di Milano, dall'anno dell'Unità d'Italia, fino all'inizio del nuovo millennio. La tabella mostra anche come siano aumentate esponenzialmente di numero, con la crescita maggiore registrata nel triennio 1905-1907, paragonabile per intensità solo a quella che avverrà negli anni Ottanta.

	Servizi finanziari	Industria	Energia	Costruz.	Trasporti	Servizi di comunicazione e informazione	Altro	Totale
1861	1				1			2
1871	8	1			2		1	12
1881	8	6			6			20
1891	12	8		2	9		1	32
1901	7	36	2	2	10		2	59
1911	7	97	18	3	17		16	158
1921	8	88	16	3	11		14	140
1931	13	90	25	4	11	2	12	157
1941	8	78	28	3	7	1	9	134
1951	7	79	24	3	6	1	10	130
1961	15	79	26	2	6	1	11	140
1971	24	75	7	2	7	1	16	132
1981	31	74	5	3	8	1	19	141
1991	60	122	5	7	12	2	23	231
2001	65	121	10	7	12	24	43	282

**Tabella 2.1** Numero di società quotate alla Borsa Valori di Milano ripartite per settore di attività.  
Fonte: elaborazione dell'Area Studi Mediobanca.

Il sistema bancario e finanziario italiano degli inizi del XX secolo, nonostante fosse relativamente fragile e arretrato, ricoprì un ruolo importante nel favorire il processo di industrializzazione. La spinta necessaria all'industria per colmare, almeno in parte, il gap presente tra l'economia italiana e quella degli altri stati europei arrivò

con il governo liberale di Giolitti<sup>2</sup>. L'impulso fondamentale allo sviluppo economico venne dato dalle banche miste<sup>3</sup>, come la Banca Commerciale Italiana (Comit) e il Credito Italiano (Credit), le quali contribuirono in maniera decisiva alla crescita delle principali imprese italiane, favorendone la trasformazione in società anonime e accompagnandole nel processo di quotazione in borsa. L'industria e l'economia italiana continuarono nel loro processo di sviluppo fino alla Grande Guerra, ma dal punto di vista della borsa e degli investimenti finanziari, nonostante un positivo avvio, dopo il 1907 si assistette ad una delle fasi più buie: fra il 1905 e il 1920 i prezzi reali delle azioni scesero di circa il 76%<sup>4</sup>. La scintilla che provocò la crisi borsistica del 1907 fu l'aumento dei tassi d'interesse a breve, in aggiunta ad una crisi di liquidità internazionale, che portò ad una cospicua fuoriuscita di valuta e risorse dal mercato nazionale. La caduta dei corsi fu inevitabile. La solvibilità delle banche miste fu minata, in quanto il loro attivo dipendeva in larga parte dalle vicende della borsa, comprendendo cospicue partecipazioni nelle stesse società quotate<sup>5</sup>.

### 2.2.2 Il periodo delle Guerre Mondiali

Lo scoppio della Prima Guerra Mondiale ebbe un effetto negativo sul sistema finanziario italiano per via del massiccio processo di conversione di depositi bancari in circolante, processo accentuato dalla crisi della borsa iniziata un decennio prima.

---

<sup>2</sup> È consuetudine identificare il periodo che va dall'inizio del XX Secolo alla Prima Guerra Mondiale, come il periodo della vera e propria "rivoluzione industriale" italiana. In quegli anni, il tasso di crescita industriale era mediamente del 5,5% annuo, mentre il tasso degli investimenti in impianti ed attrezzature era del 10,5%.

<sup>3</sup> Modello di gestione bancario diffusosi a fine XIX Secolo, caratterizzato dall'erogazione di diversi servizi, tra cui la raccolta di risparmi a breve e lungo termine, e dalla vendita di numerosi prodotti finanziari.

<sup>4</sup> G. SICILIANO, *Il profilo economico*, in *Cento anni di Borsa in Italia*, Il Mulino, Bologna, 2001.

<sup>5</sup> Alla fine del 1907, circa un terzo degli impieghi delle banche miste consisteva in riporti e partecipazioni in società quotate.

Nel periodo bellico l'indice di rendimento totale dell'intero mercato azionario italiano ebbe un incremento, in termini nominali, del 72% circa ma, allo stesso tempo, anche per effetto della consistente espansione della massa monetaria legata al finanziamento della guerra in corso, l'indice dei prezzi al consumo triplicò e quindi il valore reale delle azioni diminuì del 59% circa. La guerra, comunque, non provocò effetti particolarmente negativi sul funzionamento delle borse valori, anche se in alcuni periodi vennero ufficialmente chiuse ma gli scambi continuarono fuori borsa, ancora più attivamente rispetto a quelli registrati nel periodo di borsa aperta<sup>6</sup>. Tra il 1914 e il 1918, l'indice della produzione industriale crebbe del 15% circa<sup>7</sup>, per far fronte alle esigenze belliche, permettendo così all'Italia di completare il processo di industrializzazione avviato ad inizio 1900. Le ingenti commesse pubbliche fecero lievitare i profitti e la liquidità delle principali imprese di produzione di quel periodo, in particolare Fiat e Ansaldo, due società presenti nel dataset usato per l'analisi presente in questo elaborato. Esse avevano intrapreso un processo di riconversione verso una produzione prettamente bellica, che diede vita ad una crescita spesso disordinata, motivo per cui nel periodo successivo al termine del Conflitto Mondiale, il sistema finanziario risultò instabile. Questa situazione, unita ad alcune crisi bancarie particolarmente gravi, innescò la crisi economica del 1929, che ebbe un impatto rilevante sulle vicende della borsa, poiché le maggiori imprese industriali coinvolte erano quotate dell'epoca. La crisi fu aggravata dagli effetti che la caduta di Wall Street del 1929 ebbe sul mercato azionario italiano. Gli utili delle imprese crollarono e lo shock deflattivo aumentò il peso reale del loro debito, mentre gli investimenti in

---

<sup>6</sup> S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Il Mulino, Bologna, 1995.

<sup>7</sup> G. TONIOLO, *La Banca d'Italia e l'economia di guerra 1914-1919*, Laterza, Bari-Roma, 1993.

impianti e attrezzature si ridussero del 30% circa. Solo l'intervento dello Stato rese possibile il salvataggio delle banche miste e delle società industriali da esse finanziate o partecipate: nel 1933 fu istituito l'*Istituto per la Ricostruzione Industriale* (comunemente conosciuto con l'acronimo IRI). Esso permise il salvataggio di buona parte della grande industria italiana, grazie alla firma di convenzioni con le principali banche che accettarono di trasferire al nuovo istituto alcune partecipazioni da loro possedute in cambio di liquidità. La copertura finanziaria necessaria venne concessa all'IRI, sotto forma di prestito, dalla Banca Centrale. In questo modo l'IRI smobilizzò le banche miste, diventando proprietario di oltre il 20% dell'intero capitale azionario italiano, ricoprendo di fatto il ruolo di maggiore imprenditore italiano del tempo<sup>8</sup>.

Le riforme regolamentari e legislative che si susseguirono nel periodo fascista furono esplicitamente pensate nell'ottica della riduzione del ruolo e del peso della borsa nel sistema finanziario italiano. In particolare, in quel periodo, furono introdotte limitazioni agli utili distribuibili, imposte prima proporzionali e poi progressive sulle società di capitali, controlli sugli aumenti di capitale, l'imposta patrimoniale progressiva sui titoli azionari, il regime di nominatività dei valori mobiliari, un'imposta sulle transazioni azionarie del 5%, e soprattutto l'obbligo di acquistare buoni del tesoro inalienabili per nove anni per un importo pari a ogni acquisto effettuato in borsa. Tutti questi provvedimenti rimasero in vigore fino al 1942, negli anni successivi alla caduta del fascismo questi vincoli vennero poi in parte rimossi. Il periodo che va dalla fine del 1942 alla fine del 1947 fu caratterizzato da una forte recessione, che coincise con la seconda importante fase nera del mercato azionario

---

<sup>8</sup> F. AMATORI, F. BRIOSCHI, *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in *Storia del Capitalismo Italiano*, Donzelli, Roma, 1997.

italiano, dopo quella del 1907. Nel quinquennio di recessione, l'inflazione portò l'indice dei prezzi al consumo ad aumentare addirittura del 2700%, determinando una flessione del rendimento reale delle azioni di quasi l'80%.

### 2.3 LA RICOSTRUZIONE E IL BOOM ECONOMICO.

In accordo con le indagini svolte sulle principali imprese del secondo dopoguerra, si apprende come, già allora in Italia, fossero largamente diffusi i gruppi piramidali, tuttora una delle caratteristiche più rilevanti dell'industria nostrana. La struttura tipo era composta da una holding, spesso esclusivamente di natura finanziaria, con il compito di controllare le società operative. Gli studi mostrarono come, in particolare per le società quotate, fossero frequenti i casi di società industriali che controllavano o avevano un'influenza particolare su compagnie d'assicurazione e banche. Ad esempio, la Fiat era presente nell'azionariato della Banca Popolare di Novara, mentre Edison assunse il controllo del Banco Lariano e Sade controllava il Credito Industriale di Venezia. La questione dei gruppi piramidali si rivelerà uno dei problemi maggiori dal punto di vista della governance delle imprese quotate in Italia e del funzionamento stesso della borsa valori. Tuttavia, negli anni immediatamente successivi alla conclusione della Seconda Guerra Mondiale (circa vent'anni), tali problematiche non vennero alla luce, probabilmente a causa dell'eccezionale crescita e sviluppo dell'economia reale in un periodo unico per l'Italia unitaria, passato alla Storia come il periodo del miracolo economico. La progressiva liberalizzazione degli scambi commerciali favorì il continuo processo di crescita e l'aumento di profitti sia

per le maggiori imprese appartenenti ai grandi gruppi privati, sia per quelle nell'orbita dell'IRI, la cui posizione si era rafforzata anche nei mercati esteri, grazie alle rendite oligopolistiche derivate dal mercato domestico. L'ingente parte di profitti che venne accumulata servì ad alimentare un rapido processo di modernizzazione tecnologica del sistema produttivo italiano che riuscì a posizionarsi sugli standard tecnologici più elevati dell'epoca. Oltre che per i salari, incrementati del 47% tra il 1953 e il 1961, e la produttività del lavoro, che nello stesso periodo aumentò dell'84% circa<sup>9</sup>, furono anni molto favorevoli anche per l'investimento azionario, tanto che nel dopoguerra circa il 54% degli aumenti di capitale delle società per azioni italiane transitò per il mercato borsistico. Tuttavia, una ricerca della Banca d'Italia osservò come in quegli anni la borsa italiana non riuscì a fare il salto di qualità che si poteva attendere<sup>10</sup>. Aumentarono gli investimenti, ma rimase pressoché invariato il numero di quotate e i settori più innovativi continuarono a non essere rappresentati nel listino<sup>11</sup>.

## 2.4 LA SECONDA METÀ DEL NOVECENTO.

### 2.4.1 Gli anni Sessanta e Settanta: rallentamento e crisi

Il decennio successivo al termine del *boom* economico, identificato nell'anno 1963, fu caratterizzato da una forte correzione al ribasso degli indici azionari, pur in un contesto di condizioni macroeconomiche favorevoli, di moderata crescita

---

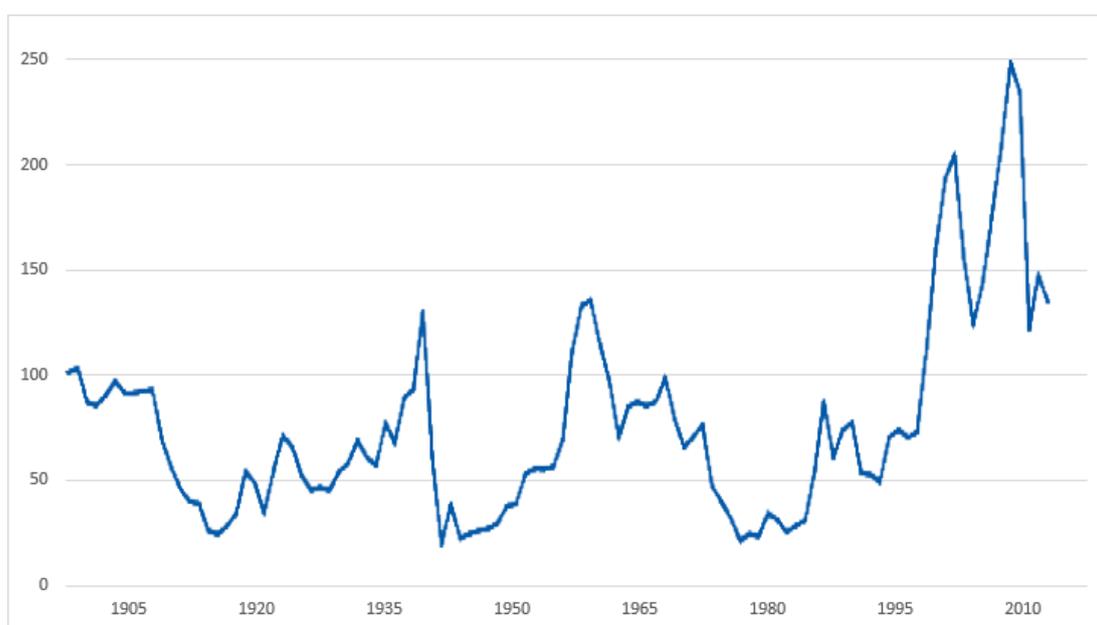
<sup>9</sup> V. CASTRONOVO, *Storia economica d'Italia. Dall'Ottocento ai giorni nostri*, Piccola Biblioteca Einaudi, Torino, 1995.

<sup>10</sup> F. BARBIELLINI AMIDEI, C. IMPENNA, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, 3, Laterza, Roma-Bari, 1999.

<sup>11</sup> Il rimando è nuovamente alla tabella 2.1 per notare quest'aspetto.

dell'indice dei prezzi al consumo e crescita sostenuta del PIL. Una delle motivazioni del fenomeno di tale rallentamento, viene ricondotta alla diminuzione dei profitti accumulati, strettamente correlata con l'aumento dei salari, legato a sua volta, da una parte, ai cambiamenti dello scenario competitivo internazionale e, dall'altra, all'aumento del potere sindacale che portò ad una serie di lotte e scioperi particolarmente duri e prolungati. Essi vennero alimentati dalla nascita di progetti ideati dai partiti politici di sinistra, volti a rendere più diretto il coinvolgimento dei lavoratori nella vita delle imprese. Inoltre, le performance della borsa non furono aidate dal mutato scenario politico che caratterizzò i cosiddetti anni del centro-sinistra, anni in cui la classe politica italiana sviluppò un atteggiamento di diffidenza e ostilità nei confronti della borsa. Uno dei provvedimenti dei governi di questo periodo, che ebbe un effetto fortemente negativo sul mercato di borsa, fu la nazionalizzazione dell'industria elettrica, considerata come l'apice della parte privata del capitalismo italiano, con la conseguente cancellazione dal listino di molte delle società elettriche allora quotate. La nazionalizzazione fu portata avanti attraverso l'espropriazione degli impianti e la concessione di un indennizzo alle società, senza un rimborso diretto agli azionisti, che si trovarono in mano titoli di società non più quotate e svuotate dei loro principali *assets*, senza che gli venisse riconosciuto il diritto di recesso. Venne così alla luce uno dei problemi di fondo del funzionamento della borsa, ovvero la necessità di avere un sistema di regole finalizzate alla tutela degli azionisti di minoranza, in occasione di operazioni tra parti correlate. Ancora più penalizzanti per la borsa si rivelarono essere i provvedimenti presi dai governi di centro-sinistra in materia tributaria.

Anche se meno violento rispetto a quello degli anni Quaranta, l'Italia visse un nuovo periodo di inflazione, legato allo shock del settore petrolifero del 1973 e al forte deprezzamento del cambio della lira, che ebbe anche questa volta un impatto negativo sugli investimenti in azioni. Nel campo della borsa, in termini reali, la crisi fu invece paragonabile a quella precedente, in quanto all'effetto inflativo si aggiunse una perdita di valore nominale, che fece crollare i rendimenti azionari, come si può visivamente notare nella tabella 2.2, che mostra la distruzione di ricchezza che ha caratterizzato i periodi di crisi.



**Tabella 2.2** Indice di rendimento reale delle azioni italiane, comprensivo del reinvestimento dei dividendi. Viene fissato il 1905 come anno base, che assume il valore pari a 100. Fonte: elaborazione dell'Area Studi Mediobanca.

Questa nuova crisi minò ulteriormente la fiducia riposta dai risparmiatori nei confronti del funzionamento della borsa e dell'investimento in azioni. Nel 1971

Federico Caffè, un economista keynesiano, scrisse che “*Nelle condizioni odierne di estesa concentrazione del potere economico e finanziario, esso [la borsa] non è strumento di vigore competitivo e di allocazione efficiente del capitale monetario; bensì strumento di un complesso intreccio di manovre e strategie, prive di ogni connessione con la logica di una economia di mercato e rese possibili dalle deformazioni che essa ha subito con l’affermarsi di una configurazione storica del capitalismo, ormai anacronistica*”<sup>12</sup>.

#### 2.4.2 Gli anni Ottanta: la ripresa

Si iniziò ad osservare una netta ripresa del mercato borsistico a partire dal 1978, agevolata dall’adesione dell’Italia agli accordi di cambio del *Sistema Monetario Europeo*<sup>13</sup>, dall’avvio di una nuova fase di distensione nei rapporti sindacali e dai processi di profonda ristrutturazione e riorganizzazione portati avanti dalle maggiori imprese italiane già dalla metà degli anni Sessanta, in ottica di riduzione degli esuberanti occupazionali e di riequilibrio della struttura finanziaria. Nonostante la ripresa della borsa, profitti e utili non distribuiti subirono una caduta negli anni Settanta, soprattutto per quanto concerne le imprese maggiori<sup>14</sup>. Mediobanca, l’istituto di credito italiano maggiore fondato nel 1946, ricoprì un ruolo fondamentale nell’organizzare le

---

<sup>12</sup> F. CAFFÈ, *Di una economia di mercato compatibile con la socializzazione delle sovrastrutture finanziarie*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, Torino, 1971, pagg. 664-684.

<sup>13</sup> Il Sistema Monetario Europeo (SME) è un sistema monetario internazionale valido a livello regionale, cioè comprendente solo alcuni fra i principali paesi del mondo. L’elemento centrale dello SME, entrato in vigore il 13 marzo 1979, è costituito dagli Accordi Europei di Cambio (AEC), che prevedono la fissazione di una parità centrale per i cambi bilaterali dei paesi membri (griglia di parità) con intorno una banda di oscillazione del  $\pm 2,25\%$ . Per la lira italiana, la sterlina britannica, la peseta spagnola e l’escudo portoghese la banda è stata invece del  $\pm 6\%$ . La lira, dal 31 dicembre 1989 al settembre 1992, passò nella banda stretta (e contestualmente la parità centrale venne leggermente svalutata). Fonte: Enciclopedia Treccani.

<sup>14</sup> A. VERCELLI, *La «lunga crisi»: interpretazioni e prospettive*, in *Oltre la crisi. Le prospettive di sviluppo dell’economia italiana e il contributo del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, 1986.

operazioni di raccolta di capitale sul mercato e nel ridefinire gli assetti manageriali e di comando delle imprese a essa legate. L'inversione di trend di questi anni coincide con la fase espansiva del sistema delle imprese pubbliche in Italia, che crebbe al punto da essere sempre più ingombrante e condizionante per il circuito dei capitali "privato". Inizialmente, lo sviluppo delle imprese pubbliche fu sostenuto essenzialmente dall'accesso privilegiato al capitale di credito, rispetto alle imprese private. Successivamente però, a partire dai primi anni Settanta la redditività delle imprese pubbliche calò drasticamente, rendendo problematico un ulteriore ricorso al debito bancario. Di conseguenza, aumentò sensibilmente la quantità di risorse concesse dal Tesoro al fondo di dotazione degli enti di gestione, rendendo marginale il ruolo della borsa quale canale di raccolta di capitale di rischio.

Negli anni Ottanta si assistette ad un ulteriore cambio di tendenza, la raccolta di capitale di rischio si fece assai intensa, anche a causa del rialzo dei corsi e del miglioramento congiunturale, mentre il peso sulla capitalizzazione totale delle società pubbliche quotate in borsa, riconducibili al gruppo ITI, scese sensibilmente, passando dal 33% al 24% circa<sup>15</sup>. La nuova fase positiva per economia e borsa italiana (il rendimento medio annuo reale delle azioni era circa il 14%) si manifestò nel valore di crescita reale del PIL, che si assestò intorno al 3%, in linea con la media dei paesi del G7, mentre l'inflazione scese sotto la soglia del 10%. Nel 1986 il mercato sembrò vivere un periodo di particolare euforia: l'indice nominale per i titoli maggiori salì di oltre il 200%, si assiste a un elevatissimo numero di quotazioni in borsa di nuove società, osservabile anche in tabella 2.1, e allo straordinario ricorso al mercato da parte

---

<sup>15</sup> F. BRIOSCHI, L. BUZZACCHI, M. G. COLOMBO, Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere dell'industria italiana, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1990.

di tutti i principali gruppi quotati (in particolare Pirelli, Fiat, De Benedetti e Montediosn). Nel 1987 però, il crollo di Wall Street ebbe strascichi sull'economia italiana, correggendo al ribasso i corsi azionari. Bisognerà attendere il 1997 per tornare all'indice di rendimento delle azioni sui valori del 1986. Dalla seconda metà degli anni Ottanta, agli inizi degli anni Novanta, la normativa sulle società quotate compie un vero e proprio salto di qualità, considerato anche che precedentemente non vi era una regolamentazione ben definita, se non quella minima prevista dal codice civile. Nel 1985 la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (conosciuta come Consob<sup>16</sup>), assunse la struttura di vera e propria *authority* indipendente. Il decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127 introdusse regole più precise e vincolanti per la redazione dei bilanci civilistici e di quelli consolidati, aumentando la qualità dell'informazione societaria.

### 2.4.3 Gli anni Novanta: le privatizzazioni

Nella seconda metà degli anni Novanta, la composizione del listino della borsa mutò nuovamente, avvicinando finalmente il mercato italiano agli standard di condotta dei mercati più evoluti. In primo luogo, il governo diede avvio con decisione al programma di privatizzazioni ed entrarono in borsa colossi pubblici quali l'ENI, l'INA, l'IMI e l'ENEL. La quotazione di tali società portò la capitalizzazione di borsa su livelli di poco inferiori al 50% del PIL. Il processo di privatizzazione, attraverso operazioni di offerta pubblica, trasformò molte imprese e banche pubbliche in quotate ad azionariato diffuso. Con effetto minore rispetto alle privatizzazioni, ebbe anche

---

<sup>16</sup> La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa è un'autorità amministrativa indipendente istituita con la legge numero 216 del 7 giugno 1974. Esercita le funzioni di vigilanza sugli intermediari che operano nel mercato finanziario e di controllo sulle attività che si svolgono nei mercati regolamentati e sulle operazioni di sollecitazione all'investimento in prodotti finanziari da chiunque promosse, rivolte al pubblico dei risparmiatori. Fonte: Enciclopedia Treccani.

rilevanza per la trasformazione del listino la quotazione di circa quaranta società private medio-piccole non controllate da gruppi quotati, sulla spinta di forti incentivi fiscali. Nel 1998 venne approvato il *Testo Unico della Finanza*<sup>17</sup>, che accorpò in unico corpo normativo la disciplina della sollecitazione, dell'offerta di pubblico acquisto (OPA), dell'*insider trading*, dell'intermediazione mobiliare e dei mercati regolamentati. Questo lavoro necessitò di un notevole sforzo di affinamento e snellimento delle norme previgenti. Con il TUF non si ebbe però una definita disciplina delle società per azioni, esso si limitò a ridefinire ruolo e compiti del collegio sindacale, a modificare le procedure di funzionamento delle assemblee societarie, a rendere possibile l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte di un gruppo qualificato di soci (senza quindi essere costretti a passare per l'assemblea) e a introdurre una disciplina organica delle deleghe di voto.

## 2.5 LA NASCITA DI BORSA ITALIANA S.P.A.

L'ondata di privatizzazioni giunse anche al mercato borsistico con il decreto legislativo numero 415 del 23 luglio 1996 che sancì la nascita di Borsa Italiana S.p.A., società privata che si occupa tuttora di gestire la borsa valori con sede a Milano nel Palazzo Mezzanotte, in piazza degli Affari. Divenne operativa però a partire dal 2 gennaio 1998. Il decreto stabilì inoltre che Borsa Italiana S.p.A. avrebbe accorpato, a partire dal 1997, tutte le piazze di scambio minori italiane<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Vedi sottoparagrafo 6.3 del presente capitolo.

<sup>18</sup> Vedi paragrafo 2 del presente capitolo.

### 2.5.1 L'inizio del nuovo Millennio

Già a partire dagli ultimi anni del XX Secolo, si registrò una nuova fase positiva per il mercato azionario, alimentata non solo dalla fase espansiva del ciclo economico ma soprattutto dalla diffusione di internet, che porta alla quotazione di numerosissime aziende tecnologiche, legate all'utilizzo di internet e all'informatica. Nel 2000 il rendimento reale delle azioni risultò essere addirittura del 30%. Questa euforia, simile a quella esplosa nel 1986, portò alla nascita, in Italia come nei principali paesi europei, di mercati borsistici specializzati nella quotazione di imprese innovative di piccole e medie dimensioni. Il processo di crescita si interruppe con l'attentato alle Torri Gemelle a New York dell'11 settembre 2001, il quale innescò una fase di forti tensioni e turbolenze sui mercati. Anche la borsa venne intaccata e in soli due anni il valore reale delle azioni crollò di quasi il 70%. Nel 2002 nacque l'euro e, in quanto moneta unica, esercitò immediatamente un effetto rilevante nel favorire l'integrazione del mercato dei capitali europeo, favorendo il mercato obbligazionario corporate. Ma gli effetti positivi derivanti dalla nascita della moneta unica vennero immediatamente oscurati da una serie di scandali societari. I più eclatanti furono Enron e Worldcom negli Stati Uniti e Cirio e Parmalat in Italia. Scandali che coinvolsero una vasta platea di piccoli risparmiatori in possesso di obbligazioni di tali società, e che furono possibili proprio grazie al forte sviluppo del mercato obbligazionario corporate. Il periodo che va dal 2003 alla fine del 2006, nonostante i sopracitati scandali, fu comunque positivo per il mercato azionario, per le condizioni macroeconomiche favorevoli ma anche per politiche monetarie fortemente espansive. I bassi tassi d'interesse e l'ampia disponibilità di liquidità causarono una lievitazione dei prezzi degli immobili e permisero un fortissimo sviluppo dei settori del *private equity*, dei fondi speculativi e

del mercato delle operazioni di acquisizione e fusione. Agli inizi del 2007, però, lo scoppio della bolla dei prezzi delle abitazioni fece emergere gravi problemi nel settore dei mutui negli Usa, in quanto molti possessori divennero insolventi a causa del rialzo dei tassi d'interesse. La crisi statunitense ebbe ripercussioni mondiali, determinando una catena di eventi che culminò con il fallimento di alcune delle maggiori banche di investimento americane (una su tutte Lehman Brothers) e una crisi finanziaria che si rivelò essere la più severa recessione economica dal dopoguerra. La conseguenza, con ripercussioni ancora attuali, furono i processi di nazionalizzazioni e salvataggi bancari negli Usa e in molti paesi europei, che portarono all'espansione del debito pubblico, che oggi minaccia la sopravvivenza dell'euro.

#### 2.5.2 La nascita del *London Stock Exchange Group*

Nel 2007 la Borsa Italiana si fuse con la Borsa di Londra (*London Stock Exchange*) andando a creare il *London Stock Exchange Group*, holding che controlla il 100% delle borse dei due paesi. L'operazione ebbe come obiettivo quello di aumentare la diversificazione nei prodotti offerti e nella base di clientela delle due borse, creando opportunità di accesso reciproco per gli operatori e ampliando la liquidità disponibile alle società quotate, riducendo il costo di raccolta del capitale<sup>19</sup>. Con Borsa Italiana S.p.A. si può affermare che nasca l'attuale concezione del mercato borsistico in Italia, regolato da una serie di importanti leggi e codici che verranno presentati nel paragrafo successivo.

---

<sup>19</sup> BORSA ITALIANA S.P.A., comunicato stampa, *L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo*, Milano, 23 giugno 2007.

In conclusione, citando le parole di Giuseppe Vegas, dal dicembre 2010 presidente della Consob, si può argomentare che in Italia resta irrisolto il problema di incentivare lo sviluppo del mercato azionario per le medie imprese, problema che rappresenta uno dei più importanti elementi di ritardo del nostro sistema finanziario. Il gap esistente tra la Borsa di Milano e le altre principali europee è ancora consistente. A distanza di un decennio dalla nascita di *London Stock Exchange Group*, si può affermare, come rilevato dallo stesso Vegas, che l'operazione di fusione non ha portato ad una riduzione dei costi di quotazione e non ha attratto al listino nuove imprese, come ci si poteva aspettare, nonostante la fusione abbia portato benefici al bilancio della società quotate e in termini di risultati operativi, produttività per dipendente e rapporto valore aggiunto su fatturato.

## 2.6 L'AMBIENTE ECONOMICO ITALIANO E LA NORMATIVA RIGUARDANTE LE SOCIETÀ QUOTATE.

### 2.6.1 Il Civil law

Per analizzare correttamente il contesto italiano, bisogna tener presente che l'Italia è uno dei paesi a tradizione *Civil law* francese, sistema che con le sue peculiarità influenza profondamente l'ambiente esterno in cui operano le società. Una delle caratteristiche che più influenzano il mercato borsistico è lo scarso grado di protezione degli azionisti, a differenza dei paesi a tradizione *Common law* in cui la tutela è molto forte. Inoltre, fondamentalmente i paesi con il sistema *Civil law* presentano un'inefficienza nell'applicazione delle leggi. Ciò alimenta la nascita di grandi gruppi

piramidali, con a capo una holding tipicamente controllata da una famiglia. Considerando che fino alla metà degli anni Novanta in Italia si trovava una sola vera società per azioni, la *Assicurazioni Generali*, si può affermare che, oltre alle caratteristiche sopra citate del *Civil law*, altri fattori in Italia abbiano contribuito a rallentare il processo di crescita della borsa e della diffusione di società per azioni. Tra di essi si può collocare l'assenza di un vero e proprio mercato per il controllo societario e il ruolo marginale e tendenzialmente passivo svolto dagli intermediari finanziari all'interno delle società. Generalmente, l'impresa italiana presenta infatti una struttura proprietaria chiusa, in cui il controllo viene tenuto da una famiglia, di cui spesso fa parte il fondatore dell'azienda stessa, e tramandato di generazione in generazione (anche se questa caratteristica fino ad un decennio fa era più diffusa, in quanto in Italia era molto forte il concetto diffuso di società come “figlio” dell'imprenditore fondatore). La figura dell'imprenditore-proprietario, o del gruppo di controllo, è quindi molto più influente nelle imprese italiane rispetto a quanto si può riscontrare in altri paesi: il valore della società stessa è influenzato dalle capacità manageriali che egli possiede e dalle relazioni personali che è stato in grado di tessere col tempo.

### 2.6.2 Il sistema *bank-based*

Un'altra importante sfaccettatura del capitalismo italiano, di cui bisogna tenere conto, è il sistema bancocentrico. Anche se il mercato dei capitali risulta in crescita, la fonte di finanziamento a cui si fa più ricorso in Italia rimane il debito bancario. Nel 2013, si stimò che, seppur in calo, la percentuale rappresentante il debito bancario delle imprese italiane, sul totale dei debiti finanziari, fosse circa il 60%, ad esempio contro il 38% della Francia e il 30% di Stati Uniti e Gran Bretagna. Questa tendenza, che nel complesso riduce la flessibilità delle società, è accentuata ulteriormente nelle imprese

medio-piccole<sup>20</sup>, che in Italia rappresentano circa il 99% del tessuto produttivo nazionale e spesso non sono quotate. Il ricorso al debito bancario comporta alcuni benefici, il primo dei quali di natura tributaria: la legislazione della maggior parte dei paesi permette alle aziende di dedurre dal reddito di periodo gli oneri finanziari corrisposti ai propri creditori. Tale vantaggio viene definito *scudo fiscale* e, di fatto, incrementa nelle imprese indebitate i flussi di cassa ed implicitamente il valore dell'impresa stessa<sup>21</sup>. Un secondo importante vantaggio è quello di poter disciplinare il comportamento del management nella politica di investimenti aziendale, riducendo la propensione del manager all'utilizzo dei *free cash flow* (disponibilità che rimane all'impresa dopo che son stati finanziati tutti i progetti). Se essi fossero particolarmente ingenti, lo indurrebbero ad usarli per massimizzare i propri benefici e, in alcuni casi, a ricorrere a progetti dal valore attuale netto negativo. Un ultimo beneficio derivante dal ricorso al debito è quello della riduzione dei costi delle asimmetrie informative, presentate nel primo capitolo dell'elaborato. Insieme a questi benefici però, il ricorso al debito comporta una serie di costi legati soprattutto alla necessità di essere trasparenti il più possibile affinché le banche concedano il finanziamento, ai costi di ristrutturazione e ai costi di bancarotta, la cui probabilità aumenta necessariamente all'aumentare del ricorso al debito bancario. Non si può quindi affermare che vi sia una struttura finanziaria ottimale, ogni impresa dovrebbe poter analizzare il *trade-off* derivante dalla convivenza di benefici e costi del debito e scegliere se e con quale

---

<sup>20</sup> Un report pubblicato dalla società CRIF (Centrale Rischi Finanziari S.p.A.) su un campione di oltre 15.000, il debito bancario risultasse addirittura l'89,2% del totale del finanziamento esterno, nel corso dell'esercizio 2015.

<sup>21</sup> Secondo il teorema di Modigliani e Miller del 1958, sotto l'ipotesi di presenza di tassazione, il valore di un'impresa indebitata è pari a quello di una non indebitata (differente solamente per la composizione della struttura finanziaria) a cui si somma il valore attuale dello scudo fiscale annuale, che può essere calcolato moltiplicando l'aliquota fiscale con il valore totale del debito dell'impresa *levered*.

intensità ricorrere al debito bancario, però la realtà è che il sistema bancocentrico italiano non rende libera questa valutazione e ne vincola la decisione. Con ogni probabilità, l'ambiente esterno di questo tipo ha frenato la crescita delle imprese, soprattutto di quelle medio-piccole, comparandola a quelle delle società dei paesi più avanzati.

### 2.6.3 Le importanti riforme del Testo Unico della Finanza

Come precedentemente accennato nei paragrafi di trattazione storica, seppur senza una straordinaria spinta, il sistema borsistico italiano, a partire dalla nascita della Consob nel 1974, ha vissuto una fase di crescita che persiste ancora oggi. Rispetto agli anni precedenti, questo periodo è quello che può vantare il più alto grado di protezione legale degli investitori e il più alto grado di sviluppo dei mercati. Ciò è reso possibile dalla promulgazione di riforme, che prevedono nuovi obblighi per le società quotate, riguardanti principalmente la redazione del bilancio, l'informativa societaria, la tutela delle minoranze, la regolamentazione delle partecipazioni incrociate, i patti di sindacato e la disciplina delle operazioni con parti correlate.

In questi campi, una svolta fondamentale si ebbe con il *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, meglio conosciuto come *Testo Unico della Finanza*, o semplicemente TUF, emanato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, in forma di testo unico, ed è entrato in vigore il 1° luglio 1998. L'articolo 120 del TUF riguarda l'introduzione del concetto di "partecipazione rilevante", ed obbliga la persona fisica, la Società o l'ente in possesso di una

partecipazione, diretta o indiretta, in una società quotata in misura superiore al 3%<sup>22</sup> del capitale di essa con diritto di voto, a comunicare tale partecipazione alla Consob, nell'ottica di rendere maggiormente trasparenti gli assetti proprietari, favorendo l'informazione al mercato e, di conseguenza, la contendibilità del controllo. La comunicazione ha anche l'importante funzione di rendere noto, pubblicamente ed in ogni momento, chi sia il "proprietario ultimo", ovvero il soggetto più in alto nella catena di controllo della struttura piramidale, che coincide con l'azionista di maggioranza della società capogruppo. A tutela dei piccoli azionisti vengono inoltre abbassate alcune soglie di capitale per l'esercizio di diritti come la convocazione di un'assemblea, la denuncia al collegio sindacale di fatti censurabili (o al Tribunale se particolarmente gravi), l'azione di responsabilità contro gli amministratori. In aggiunta, il TUF rende possibile prevedere all'interno dello statuto societario la possibilità di voto per corrispondenza, per incentivare la partecipazione di chi non detiene una ingente quantità di azioni. Con lo stesso fine, semplifica la procedura per la sollecitazione e raccolta delle deleghe. Per far in modo che la contendibilità del controllo non venga ostacolata dalle partecipazioni incrociate, l'articolo 121 prevede che se un soggetto detiene una quota superiore al 3%<sup>23</sup> in una società per azioni quotata, quest'ultima, o chi la controlla, non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in un'altra società per azioni quotata, controllata dal primo soggetto. Infine, molto importante è stata anche l'aumento di rigosità della disciplina

---

<sup>22</sup> La soglia è stata aumentata dal d.lgs. n. 25 del 15 febbraio 2016, all'emanazione del TUF tale soglia era pari al 2%.

<sup>23</sup> Il limite è elevato al 5% in caso di piccola-media impresa o se espressamente consentito dalle assemblee di entrambe le società.

riguardante l'OPA (Offerta di Pubblico Acquisto), con la descrizione delle varie fasi che la strutturano e quando essa è obbligatoria o facoltativa.

#### 2.6.4 Il Codice Preda

Insieme ai fattori giuridici, politici ed economici che determinano l'ambiente in cui la società opera, di grande rilevanza risulta essere l'avvento di codici di autodisciplina, che raccolgono una serie di principi di comportamento da seguire per ottimizzare la gestione interna della società, tramite sistemi di controllo interni e una più trasparente informativa societaria. Spesso l'adozione di tali codici è del tutto volontaria, ma utile sia per colmare eventuali lacune lasciate dal legislatore, sia per aumentare il grado di fiducia degli investitori verso un comportamento leale degli amministratori. Tra essi, il più importante, è sicuramente il *Codice Preda*, Codice di Autodisciplina pubblicato nel 1999 e successivamente soggetto a modifiche fino alla versione del 2015 che è quella attualmente in vigore. L'adesione delle società al Codice è del tutto volontaria, perciò nulla di ciò che è previsto in esso può essere fonte di obbligo giuridico né prevedere sanzioni, però le società che decidono di non vincolarsi al Codice di Autodisciplina, sono tenute a darne spiegazione al mercato. L'attenzione viene rivolta principalmente agli amministratori indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione e alla remunerazione degli amministratori. Il primo aspetto è rilevante nell'ottica della disquisizione sul *turnover* dei manager, in quanto l'evidenza empirica ha mostrato come la presenza di amministratori indipendenti renda più probabile il licenziamento del manager in seguito a risultati non soddisfacenti. Maggiore risalto verrà invece dato al secondo aspetto, di fondamentale importanza per analizzare la sensitività *pay-performance*.

I requisiti per essere un amministratore indipendente sono principalmente cinque: non aver avuto un ruolo di rilievo all'interno della società negli ultimi tre esercizi, non avere rapporti commerciali o professionali con la società, non aver ricoperto il ruolo di amministratore della società per più di nove anni negli ultimi dodici, non essere presente nel consiglio di amministrazione di società controllate, non avere legami con le società di revisione. Il ruolo degli amministratori indipendenti è quello di essere uno strumento di monitoring e pressione sui manager, in difesa degli interessi dell'impresa e, implicitamente e teoricamente, degli azionisti di minoranza. L'evidenza empirica ha però evidenziato come gli indipendenti si trovino ad avere meno informazioni e spesso il loro ruolo non risulta interamente indipendente come dovrebbe essere: essi di fatto vengono remunerati dalla società e il loro incarico è soggetto a riconferma. Il Codice Preda ha introdotto alcune soglie minime per il numero di amministratori indipendenti all'interno dei consigli di amministrazione: essi devono essere minimo due e almeno un terzo del totale di amministratori del CdA nelle società quotate. Una ricerca<sup>24</sup> del 2006 dimostrò però come in Italia, se si considerano le principali quaranta società quotate, rappresentanti il 78% della capitalizzazione, su 284 amministratori presunti indipendenti, solo 5 rispettavano tutti i requisiti del Codice Preda.

Il secondo aspetto è quello riguardante la remunerazione degli amministratori. Il Codice Preda indica il principio secondo cui i compensi debbano essere uno strumento incentivante, grazie al collegamento con la performance. Il fine è quello di attrarre, trattenere e motivare i manager che si vuole mantenere alla gestione della società,

---

<sup>24</sup> P. SANTELLA, G. PAONE, C. DRAGO, *Il ruolo degli amministratori indipendenti delle società quotate: un confronto della disciplina con i recenti orientamenti della commissione europea*, in F. DEL BENE (a cura di) *Riforma del risparmio e corporate governance*. Notariato Quaderni, 17, Milano, 2006.

cercando di allineare il più possibile i loro interessi con quelli degli azionisti. La proposta di compenso previsto per il presidente, il vicepresidente, l'amministratore delegato e i direttori generali, viene formulata da un *Comitato per la Remunerazione*, costituito all'interno del CdA e composto da amministratori non esecutivi, per la maggior parte indipendenti, la cui remunerazione non dipende dai risultati dell'impresa, per scongiurare situazioni di conflitti d'interesse. Oltre al compito principale, il Comitato valuta periodicamente i criteri adottati per la remunerazione dei dirigenti con responsabilità strategiche e si assicura che essi siano applicati. Deve inoltre specificare quali obiettivi si vogliono perseguire con la parte incentivante dei compensi, e con quali criteri valutarli, per assicurarsi il corretto allineamento con gli interessi a medio-lungo termine degli azionisti e con gli obiettivi fissati dal CdA. Anche il riferimento alla remunerazione media di mercato di incarichi analoghi può risultare utile al fine di definire il livello di remunerazione, ma questa non può comunque prescindere da opportuni parametri correlati all'andamento dell'impresa.

#### 2.6.5 La composizione del compenso dei manager

Per completare la trattazione relativa al compenso dei manager in Italia, ne viene presentata la composizione. La remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche viene riportata nell'annuale *Relazione sulla remunerazione*, dal 2012 pubblicata obbligatoriamente sul sito di Borsa Italiana S.p.A. Nella Relazione sono riportati tre schemi di remunerazione, sottoforma di tabelle. Il primo schema<sup>25</sup> riporta la composizione vera e propria del compenso, che risulta essere la somma degli

---

<sup>25</sup> Un esempio viene riportato in Tabella A1 dell'Allegato A.

emolumenti per la carica (la parte fissa del contratto), dei benefici non monetari, di bonus e incentivi, e di eventuali altri compensi (come ad esempio emolumenti per cariche ricoperte in società controllate, retribuzioni da lavoro dipendente o indennità di fine carica).

Nel secondo schema<sup>26</sup> invece vengono presentati numericamente i piani di *stock options*, strumento di disciplina del manager ancora poco diffuso in Italia, rispetto agli altri paesi, anche se il trend è positivo. Il manager, a cui vengono proposte *stock options*, sa che potrà acquistare, entro un determinato periodo, azioni ad un prezzo fissato; sarà quindi incentivato ad aumentare il valore dell'impresa per poter acquistare azioni che valgono più del prezzo fissato che lui pagherà.

L'ultima sezione presenta invece le partecipazioni detenute dai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dai direttori generali e dai dirigenti con responsabilità strategiche. In particolare, viene indicato, per ciascun soggetto e per ciascuna società partecipata, il numero di azioni, distinto in quattro categorie: le azioni possedute alla fine dell'esercizio precedente, quelle acquistate nel corso dell'esercizio di riferimento, quelle vendute nel corso dell'esercizio di riferimento, e quelle possedute alla fine dell'esercizio di riferimento.

---

<sup>26</sup> Un esempio viene riportato in Tabella A2 dell'Allegato A.

# CAPITOLO TERZO

## LETTERATURA EMPIRICA E STUDI PREGRESSI

---

### 3.1 INTRODUZIONE

La base di partenza di ogni elaborato di ricerca, come vuole essere la presente tesi, non può prescindere da un'attenta e approfondita analisi delle conclusioni a cui sono giunti gli studi pregressi effettuati nel medesimo campo, con particolare attenzione alle problematiche da essi incontrate. Dopo aver presentato, nei capitoli precedenti, le fondamenta teoriche della ricerca e l'ambiente economico italiano in cui operano le società quotate, questo capitolo si prefigge l'obiettivo di essere una panoramica della letteratura empirica preesistente, che mi ha aiutato a comprendere il problema di fondo riguardante la sensitività *pay-performance* e il cambio del *management* in situazioni di *bad results*. Come prima cosa si può affermare che essa non risulta particolarmente ricca, se limitata al contesto italiano. Al contrario, un profondo interesse per l'argomento è sempre stato dimostrato da istituzioni pubbliche, economisti e ricercatori di altri paesi che hanno contribuito a creare ampia letteratura straniera, soprattutto nei sistemi giuridici di tradizione *Common law*. Il capitolo viene suddiviso in due paragrafi che prendono il nome dai due lavori che meglio hanno presentato i due argomenti trattati in questo elaborato.

### 3.2 EXECUTIVE COMPENSATION AND FIRM PERFORMANCE IN ITALY

Lo studio che ha influenzato maggiormente il lavoro del sottoscritto, sia in termini di interesse personale che come punto di partenza dell'elaborato, è stato quello pubblicato da tre docenti universitari nel 2001. La presentazione di questo report trova quindi ampio spazio in queste pagine. Gli autori sono Giorgio Brunello, docente del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali all'Università degli Studi di Padova e ricercatore presso il *Centre for Economic Policy Research* di Londra, Clara Graziano, docente presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche all'Università degli Studi di Udine, e Bruno Parigi, anch'egli docente presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali di Padova. Il lavoro fu presentato nel 1997, revisionato nel 1999 e infine pubblicato nel 2001 sull'*International Journal of Industrial Organization*, edito da *Elsevier*, società del gruppo *Reed-Elsevier*, il maggior editore mondiale in ambito medico e scientifico.

#### 3.2.1 L'introduzione: un quadro del capitalismo italiano di metà anni '90

Al momento della pubblicazione, fu il primo studio econometrico sulla relazione tra compenso dei manager e performance delle imprese in cui lavorano. Il campione scelto per l'analisi è composto da imprese medio-grandi operanti in Italia, nel quadriennio 1993-1996. Gli autori partirono da una panoramica del capitalismo italiano<sup>1</sup>, chiedendosi se e quanto le caratteristiche chiave di esso influiscano sulla composizione del compenso del manager e sulla sensitività *pay-performance*. Come da riscontro all'interno della trattazione storica precedentemente presentata, essi rilevarono, negli anni da loro analizzati, che la forma di controllo più diffusa tra le

---

<sup>1</sup> Similmente a quanto fatto nel secondo capitolo della presente tesi di laurea.

imprese quotate in Italia fosse quella esercitata attraverso gruppi piramidali controllati da una *holding* di proprietà di una famiglia<sup>2</sup>. Le imprese ad azionariato diffuso risultavano invece essere ancora l'eccezione, tanto che negli anni Novanta ve ne era solamente una vera e propria, la Assicurazioni Generali. La struttura piramidale rendeva praticamente nulla la minaccia di scalata, inoltre la Borsa di Milano era considerata come la meno sviluppata tra quelle dei paesi del G7 e gli investitori istituzionali mantenevano quote basse ed in generale non erano investitori attivi. Questi tre fattori erano alla base del debole meccanismo di tutela dei piccoli azionisti e del mercato per il controllo delle imprese. Il monitoraggio risultava quasi mai totalmente indipendente<sup>3</sup>, ed inoltre, a differenza di come accadeva nel sistema anglosassone e in quello tedesco-giapponese, la nomina dell'amministratore delegato si basava principalmente su contatti personali piuttosto che essere il risultato di un processo di ricerca del miglior candidato, senza che il *turnover* fosse realmente collegato a *negative performance* d'impresa<sup>4</sup>. Il sistema bancario italiano rappresentava la principale fonte di finanziamento delle aziende, ma risultava inefficiente in quanto le banche mantenevano relazioni a distanza con le imprese finanziate senza intraprendere significative azioni di monitoraggio, sia sotto forma di selezione *ex-ante* che di controllo *ex-post* dei prestiti. Un'altra importante caratteristica che avevano rilevato era quella relativa alla parte fissa nei contratti dei manager in

---

<sup>2</sup> Secondo un articolo del 1997 pubblicato su Il Sole 24 ore, nel 1995 oltre il 60% delle società quotate erano controllate da un singolo individuo (IL SOLE 24 ORE, *Troppe società non scalabili: il listino rimane così paralizzato*, 24 gennaio 1997).

<sup>3</sup> Un'indagine del 1994, condotta sui CdA di 500 imprese italiane aveva riportato come l'83% degli amministratori si dichiarasse rappresentante degli azionisti di controllo e non della totalità di essi, e come solamente il 6% degli amministratori indipendenti rispettasse ogni requisito d'indipendenza (G. CRISCI, G. TARIZZO, *Il governo dell'impresa: il ruolo dei C.d.A. nelle aziende italiane*, Le Società, 5, pagg. 607-616).

<sup>4</sup> G. CRISCI, G. TARIZZO, *Il governo dell'impresa: il ruolo dei C.d.A. nelle aziende italiane*, Le Società, 5, pagg. 607-616

Italia, che ricopriva una fetta del totale del compenso molto più rilevante rispetto a quella che caratterizzava i contratti in altri paesi<sup>5</sup>. Gli incentivi di lungo periodo non erano diffusi in Italia, in particolare non si trovavano piani di *stock options* nel 1995<sup>6</sup>. Non trascurabile il ruolo statale, ancora oggi molto forte: i contributi obbligatori (come ad esempio quelli relativi alla sicurezza o al TFR) ricoprivano quasi il 20% della remunerazione totale dei CEO nel 1996, ordine di grandezza decisamente alto rispetto alla media degli altri paesi (2.7% in Germania, 2.9% in Giappone, 5.5% nel Regno Unito e 2.3% negli USA)<sup>7</sup>. In linea con la media degli altri paesi europei era invece l'importante rapporto tra la remunerazione dei top manager e quella dei dipendenti, il quale si assestava intorno a 16<sup>8</sup>.

### 3.2.2 Il campione dell'analisi

Come fonte dei dati per la loro ricerca, Brunello, Graziano e Parigi hanno utilizzato una ricerca sul compenso dei dirigenti di imprese operanti in Italia condotto da una società di consulenza internazionale nel quadriennio che va dal 1993 al 1996, il cui nome non viene divulgato nel report per questioni di riservatezza. Un primo problema che si cerca di risolvere con l'analisi della seguente tesi, è rappresentato dal fatto che la creazione del dataset non è stata casuale, la partecipazione alla ricerca della società di consulenza, infatti, è stata volontaria. Nonostante servano informazioni

---

<sup>5</sup> Un'indagine di *Hewitt Associates*, società di consulenza statunitense, basata su imprese con ricavi medi annuali di circa 500 milioni di dollari, mostrò come nel 1995 il compenso medio di un CEO in Italia fosse fisso per il 74%, contro il 54% della Germania e il 40% degli Stati Uniti.

<sup>6</sup> La fonte è ancora una volta l'indagine di *Hewitt Associates*. Il trend però risultò positivo in quegli anni: un'altra indagine, pubblicata su *Il Sole 24 Ore*, aveva evidenziato che nel 1998 il 49% delle imprese italiane quotate presso la Borsa di Milano utilizzasse le *stock options* come meccanismo incentivante, oppure che stesse sviluppando un piano per utilizzarle.

<sup>7</sup> TOWERS PERRIN, *Worldwide Total Remuneration Survey*, 1996.

<sup>8</sup> TOWERS PERRIN, *Worldwide Total Remuneration Survey*, 1997.

addizionali per determinare la dimensione del *bias*<sup>9</sup>, se ne può intuire la direzione. Le società presenti nel dataset, avendo partecipato volontariamente, hanno dimostrato una particolare attenzione al problema, superiore alla media. Altre caratteristiche che inducono a pensare che il campione non possa essere rappresentativo della popolazione sono il fatto che la maggioranza delle proprietà risulti straniera, e che il 60% delle imprese provenga da tre settori industriali specifici: quello delle attrezzature chimico-farmaceutiche, delle attrezzature meccaniche e dell'elettronica (settori che dovrebbero invece rappresentare solamente il 13% dell'industria italiana<sup>10</sup>).

Si può quindi facilmente intuire come il dataset non potesse generare *output* ottimali che rispecchiassero la situazione reale dell'economia italiana, ma gli autori si dovettero accontentare di ciò che avevano a disposizione, sia perché non vi erano altre ricerche simili al tempo, sia perché l'anonimato della ricerca, che non aveva reso noti i nomi delle società che avevano partecipato, rese impossibile un lavoro di aggiornamento della stessa. Siccome i dati provenivano dalle imprese partecipanti, molte di esse non inviarono tutti quelli richiesti dalla società di consulenza, soprattutto quelli relativi alle performance dell'impresa, rendendo necessario un lavoro di pulizia del dataset prima di poterlo utilizzare, scartando le osservazioni incomplete. Gli autori arrivarono così ad un dataset di 2.996 osservazioni per 107 imprese private diverse.

### 3.2.3 Le variabili usate per l'analisi

Le variabili inserite all'interno del modello econometrico dagli autori sono essenzialmente di quattro categorie: paga dei manager, misure di performance, altre

---

<sup>9</sup> Termine usato per indicare, in statistica, la tendenza a deviare dal valore medio.

<sup>10</sup> MEDIOBANCA (a cura di), *Dati cumulativi su 1760 società*, Milano, 1995.

caratteristiche d'impresa e caratteristiche individuali dei CEO. Nella prima categoria rientrano i guadagni totali ante imposte dei manager<sup>11</sup> e una variabile che misura l'importanza degli incentivi individuali rispetto al totale del compenso<sup>12</sup>. Per quanto riguarda la misura di performance, vengono usati come *proxy* i profitti reali che le varie imprese hanno registrato, anno per anno, dopo aver pagato le tasse<sup>13</sup>. Non fu possibile far ricorso all'indice di mercato azionario, come fatto in lavori simili in altri paesi, in quanto solo il 39% delle imprese che avevano partecipato all'indagine risultava quotato. Per catturare potenziali asimmetrie di breve periodo nella sensitività *pay-performance*, venne inserita una variabile *dummy* pari a 1 quando i profitti nell'anno corrente diminuivano rispetto a quelli dell'anno precedente, e 0 nel caso opposto. L'idea era quella di verificare se le imprese penalizzassero di più i dirigenti quando i risultati azionari non erano soddisfacenti, rispetto a quanto li premiavano quando, al contrario, le performance risultavano positive. Nella terza categoria di variabili rientrano le misure della dimensione<sup>14</sup> dell'impresa, la nazionalità del proprietario<sup>15</sup>, l'indicazione se la società fosse quotata<sup>16</sup> o no e se appartenesse ad un gruppo internazionale<sup>17</sup>. Nell'ultima sezione trovano spazio le caratteristiche dei dirigenti in carica nel quadriennio 1993-96, nelle 107 imprese del campione. Di

---

<sup>11</sup> Variabile denominata *GROSS EARNINGS*.

<sup>12</sup> Variabile denominata *INCENTIVE\_SHARE*, calcolata come il rapporto degli incentivi corrisposti *ex post* sul totale del *gross earnings*.

<sup>13</sup> Variabile denominata *PROFITS*.

<sup>14</sup> Per quanto concerne le dimensioni delle imprese, vengono usate due variabili, la prima è denominata *SIZE* e rappresenta il numero di dipendenti, la seconda *SALES* indica i ricavi dalle vendite. La prima variabile, meno usata nella letteratura del periodo rispetto alla seconda, viene inserita perché è più probabile che risulti meno affetta da problemi di collinearità.

<sup>15</sup> Variabile booleana denominata *OWNERSHIP*, pari a 1 quando il proprietario è di nazionalità straniera, 0 se italiano.

<sup>16</sup> Variabile booleana denominata *LISTED*, pari a 1 quando la società analizzata, in un determinato anno, risulta presente nel listino della Borsa di Milano, 0 quando invece non lo è.

<sup>17</sup> Variabile booleana denominata *MULTINATIONAL*, pari a 1 quando la società faceva parte di un gruppo multinazionale.

ognuno di essi interessò l'età, il grado di istruzione, la responsabilità di budget, se fosse membro del comitato esecutivo, quale posto occupasse nelle gerarchie aziendali e se ricoprisse un ruolo di responsabilità in operazioni internazionali dell'impresa<sup>18</sup>.

### 3.2.4 L'analisi sul campione

Gli autori si dedicarono quindi all'analisi del dataset, presentando come primo *output* la media delle statistiche descrittive, per ognuno dei quattro anni analizzati, per permettere al lettore di avere una panoramica dettagliata sulla composizione del campione, che viene riportata nella sottostante tabella 3.1.

Variable	Means 1993	Means 1994	Means 1995	Means 1996	Unit of measurement
GROSS EARNINGS	123.34 (48.6)	125.60 (50.9)	135.09 (61.1)	133.38 (60.5)	Million of LIT
AGE	45.32 (7.5)	46.16 (6.7)	46.15 (7.1)	45.46 (7.1)	Years
EDUCATION	0.59	0.69	0.68	0.70	%
BUDGET	1.98	2.38	0.99	1.30	
INTERNATIONAL RESP.	1.34	1.50	1.57	1.62	
LEVEL	0.61	0.67	0.72	0.62	%
COMMITTEE	0.29	0.32	0.33	0.28	%
INCENTIVE SHARE	0.09 (0.1)	0.09 (0.09)	0.09 (0.09)	0.09 (0.08)	%
SIZE	1453.8 (1336)	1328.6 (1217)	1090.3 (1024)	1516.3 (1561)	N° of employees
SALES	666.3 (707.5)	502.8 (525.4)	493.5 (463.4)	482.9 (699.2)	Billion of LIT
PROFITS	15.06 (42.0)	-9.11 (89.2)	-7.85 (130.5)	39.90 (51.3)	Billion of LIT
OWNERSHIP	0.49	0.55	0.63	0.56	%
LISTED	0.36	0.40	0.33	0.35	%
MULTINATIONAL	0.80	0.74	0.86	0.77	%
N. of observations	536	1039	732	697	

**Tabella 3.1** Media delle statistiche descrittive presenti nel dataset, anno per anno.  
I dati in Lire (LIT) sono riportati in relazione all'indice dei prezzi del 1990.  
Tra parentesi è riportata la deviazione standard.

<sup>18</sup> Le variabili riguardanti le caratteristiche individuali dei dirigenti sono rispettivamente: *AGE*, *EDUCATION* (booleana pari a 1 se il livello di istruzione non si era fermato alle scuole superiori, pari a 0 altrimenti), *BUDGET* (variabile discreta che va da 0, se non aveva alcuna responsabilità di budget, a 6, livello massimo di responsabilità; i livelli erano assegnati tenendo conto delle dimensioni dell'impresa), *COMMITTEE* (booleana pari a 1 se faceva parte di un comitato esecutivo, pari a 0 altrimenti), *LEVEL* (booleana pari a 0 per il basso livello di *management*, pari a 1 per i medi e top manager), e infine *INTERNATIONAL RESPONSABILITY* (variabile discreta che comprende i valori da 0, nessuna responsabilità internazionale, ad 1, indicante responsabilità chiave).

È interessante notare subito come la quota di incentivi sul totale della retribuzione lorda sia costantemente intorno al 9%, in linea con quanto riportato da una ricerca<sup>19</sup> della società di consulenza *Hay Management Consultants* del 1992 su un campione dalla numerosità decisamente maggiore.

Prima di procedere con l'analisi econometrica vera e propria, gli autori presentano ancora un aspetto interessante riguardante le due statistiche che verranno usate come variabili dipendenti, ovvero le due relative al compenso dei manager, *GROSS\_EARNINGS* e *INCENTIVE\_SHARE*<sup>20</sup>. Essi vollero mostrare come la media delle due statistiche cambiasse al variare del settore di appartenenza dell'impresa che remunerava il manager, e a seconda che egli appartenesse al *management* di basso livello oppure di medio-alto. Il risultato di tale approfondimento mostrò come un manager di medio-alto livello guadagnasse circa il 36,6% in più di uno di livello basso, differenza acuita nel settore meccanico (41,4%) e assottigliata in quello tessile ed alimentare (29,7%), ma comunque abbastanza simile per ogni settore. Numericamente, la media generale si attestava intorno ai 129,3 milioni di Lire annui, salendo a 141,6 per i livelli medio-alti e scendendo a 103,9 per quelli bassi. Il settore più remunerativo era quello della distribuzione e dei servizi, con uno stipendio totale medio per tutti i manager di 134,2 milioni di Lire. Per quanto riguarda la seconda variabile, risultò essere anch'essa superiore per il medio-top *management* (10,4% contro 6,9%). Il settore che presentava la quota incentivante maggiore si rivelò essere quello elettronico (quasi l'11%), mentre la differenza di percentuale tra i due livelli di *management* dimostrò una forte dipendenza dal settore di appartenenza. Nelle imprese meccaniche,

---

<sup>19</sup> F. ROSSI, *La retribuzione di posizioni manageriali: situazioni e tendenze in Italia*, in *Rassegne di statistiche sul lavoro*, 1, 1992.

<sup>20</sup> Vedi note 11 e 12.

infatti, la percentuale era mediamente doppia nelle paghe dei medi-top manager rispetto agli altri, mentre in quelle tessili ed alimentari la differenza era addirittura inferiore al 5%.

Attraverso l'utilizzo della regressione lineare, gli autori vollero tentare di rispondere ai seguenti quesiti.

- Lo stipendio del manager e la dimensione dell'impresa sono due statistiche correlate positivamente?
- Quanto è forte la relazione *pay-performance*?
- La suddetta relazione varia:
  - a seconda della posizione gerarchica occupata dal manager?
  - quando i profitti diminuiscono?
  - se cambia la struttura proprietaria?
  - se la società è quotata?

La regressione utilizzata per l'analisi empirica è del tipo non lineare *log-log*, la cui funzione generica può essere espressa dalla seguente formula semplificata con una sola variabile indipendente:

$$\ln(Y) = \beta_0 + \beta_1 \ln(X)$$

ove  $Y$  rappresenta la variabile dipendente (nel caso studiato *GROSS\_EARNINGS* oppure *INCENTIVE\_SHARE*),  $X$  la variabile indipendente,  $\beta_0$  l'intercetta della retta di regressione e  $\beta_1$  l'effetto riflesso sulla variabile dipendente in seguito ad una variazione registrata su quella indipendente. Il coefficiente  $\beta_1$ , chiamato anche "pendenza", ha un'interpretazione diversa a seconda della tipologia di regressione utilizzata. In

particolare, nel caso *log-log*, esso funge da coefficiente di elasticità e, per piccole variazioni di  $X$  (indicate con  $\Delta X$ ), si presenta come:

$$\beta_1 = \frac{\Delta Y / Y}{\Delta X / X}$$

Ciò significa che una variazione unitaria percentuale della variabile indipendente  $X$ , provoca una variazione del  $\beta_1$  % sulla variabile dipendente  $Y$ .

Utilizzando questo modello di elasticità in cui la  $Y$  indica il compenso totale del manager mentre la  $X$  la dimensione dell'impresa, la risposta alla prima domanda, mostrata in tabella 3.2, fu significativamente positiva. Essa mostra come varia l'elasticità per settori e per livelli gerarchici.

	Tutti i manager	Manager di medio-alto livello
Tutti i settori	0.026 (0.00)	0.056 (0.00)
Tessile ed alimentare	0.027 (0.22)	0.038 (0.11)
Chimico	0.038 (0.00)	0.073 (0.00)
Distribuzione e servizi	0.019 (0.42)	0.123 (0.00)
Elettronico	-0.017 (0.15)	0.031 (0.06)
Ingegneristico	0.032 (0.00)	0.063 (0.00)

**Tabella 3.2** Elasticità tra compenso totale del manager e vendite dell'impresa<sup>21</sup>, per settore e per livello gerarchico.  
I numeri nella tabella sono le elasticità ottenute dalla regressione del logaritmo di GROSS\_EARNINGS sul logaritmo di SALES.  
Tra parentesi viene riportato il *P-value*<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> La variabile *SALES* viene usata come indicatore delle dimensioni dell'impresa.

<sup>22</sup> Fissato un livello di significatività del 5% per il test effettuato, ogni statistica con un *P-value* inferiore a tale percentuale, risulta significativa. In particolare, utilizzando l'intero campione l'elasticità risulta molto significativa dato il valore nullo del *P-value*.

Dalla tabella si può evincere anche una differenza importante con i valori di elasticità stimati nella letteratura internazionale, che risultano significativamente più alti<sup>23</sup>. Venne inoltre evidenziato come l'elasticità fosse maggiore per i medi-top manager<sup>24</sup>, soprattutto nel settore dei servizi e della distribuzione, settore che infatti faceva frequente ricorso ad incentivi per la vendita, mentre in quello elettronico si registrò il livello minore di elasticità, con un coefficiente addirittura negativo, considerando l'intero campione.

Passando all'analisi della regressione, per focalizzare l'attenzione sulla sensitività *pay-performance*, è stata utilizzata la semi-elasticità della paga totale del manager, usata come variabile dipendente, sui profitti reali dell'impresa, usati come indice di performance. Nella regressione vengono inserite le variabili indipendenti precedentemente presentate<sup>25</sup>, per osservare come varia la remunerazione al variare di esse. I risultati delle regressioni sono riportati nella tabella 3.3. Considerando il campione intero, la semi-elasticità dei guadagni sui profitti è 0.00014 con un *P-value* di 0.03 che indica un buon livello di significatività. Concentrandoci sul medio-top *management* il valore sale a 0.0003 con un *P-value* addirittura pari a 0.00. Questo aspetto è in linea con la teoria principale-agente descritta nel primo capitolo della presente tesi, sotto l'ipotesi che la partecipazione agli utili del manager sia facilmente misurabile.

---

<sup>23</sup> Mediamente il dato era circa 0.25.

<sup>24</sup> Evidenza in linea con la teoria della produttività marginale dell'allocazione del controllo secondo cui i livelli più alti del *management* hanno un grado di produttività maggiore.

<sup>25</sup> Vedi note da 13 a 18.

Variable	All managers	Upper and middle managers	All managers. Profit asymmetries
PROFITS	0.00014 (0.03)	0.00030 (0.00)	-0.00015 (0.39)
AGE	0.014 (0.00)	0.015 (0.00)	0.014 (0.00)
EDUCATION	0.045 (0.00)	0.043 (0.00)	0.050 (0.00)
INTERNATIONAL RESP.	0.033 (0.00)	0.054 (0.00)	0.033 (0.00)
BUDGET	0.033 (0.00)	0.034 (0.00)	0.033 (0.00)
COMMITTEE	0.067 (0.00)	0.103 (0.00)	0.066 (0.00)
LISTED	-0.055 (0.00)	-0.069 (0.00)	-0.056 (0.00)
OWNERSHIP	-0.088 (0.00)	-0.084 (0.00)	-0.090 (0.00)
MULTINATIONAL	0.043 (0.01)	0.058 (0.05)	0.052 (0.00)
LOG(SIZE)	0.058 (0.00)	0.073 (0.00)	0.063 (0.00)
ASYMMETRIC EFFECTS			0.00036 (0.05)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.56	0.55	0.56
N° of observations	2996	2015	2996

**Tabella 3.3** Variabile dipendente: *GROSS\_EARNINGS*.  
 Ogni regressione include una costante e variabili *dummy* sull'anno e sul settore.  
 La prima colonna include anche una variabile *dummy* sul livello gerarchico.  
 La *dummy ASYMMETRIC\_EFFECTS* è pari a 1 quando i profitti reali dell'anno corrente sono minori rispetto a quelli dell'anno precedente, 0 altrimenti.  
 Tra parentesi viene riportato il *P-value*.

La suddetta regressione portò alla luce l'evidenza che i guadagni fossero maggiori per i manager più anziani, per coloro che presentavano un più alto livello di istruzione, che avevano superiori responsabilità internazionali e di budget, e per coloro che risiedevano nel comitato esecutivo dell'impresa. Inoltre, il compenso era correlato positivamente anche con la dimensione dell'impresa (il coefficiente del logaritmo della variabile *SIZE* è infatti positivo e significativo) ed era superiore per i manager operanti in imprese facenti parte di un gruppo multinazionale, mentre era minore se la società risultava di proprietà straniera o quotata (come si evince dai coefficienti negativi). Il fatto che la *dummy ASYMMETRIC\_EFFECTS* abbia coefficiente<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Coefficiente pari a 0.00036 con un *P-value* di 0.05, come si può osservare nella terza colonna della tabella 3.3.

positivo e significativo per un livello di significatività del 5%, indica che la sensitività *pay-performance* fosse più forte quando il profitto reale dell'impresa era in calo. Ciò significa che il manager veniva maggiormente penalizzato quando i profitti diminuivano, anche se positivi, piuttosto di quanto venisse premiato quando aumentavano, anche se negativi.

L'ultimo aspetto che gli autori si erano preposti di affrontare riguardava le caratteristiche chiave del capitalismo italiano. Si chiesero, in primo luogo, se esse influenzassero significativamente la relazione tra paga del manager e performance d'impresa. Nell'introduzione, gli autori avevano argomentato che la predominanza di gruppi piramidali controllati dalle famiglie, i meccanismi allentati di *corporate governance*, il debole monitoraggio da parte delle banche e la limitata affidabilità dei rendimenti azionari suggerissero una sensitività *pay-performance* di minore intensità in relazione ai sistemi anglosassone, tedesco e giapponese. Per testare quest'ipotesi si focalizzarono sulle variabili *OWNERSHIP*, *MULTINATIONAL* e *LISTED*, con l'idea che le imprese di proprietà italiana, non appartenenti a gruppi internazionali e non quotate<sup>27</sup> fossero per forza di cose maggiormente influenzate dall'ambiente economico italiano. Decisero anche di aggiungere una variabile *dummy*, chiamata *JOINT*, che fosse pari a 1 quando l'impresa fosse contemporaneamente quotata, di proprietà straniera ed appartenente ad un gruppo multinazionale (ovvero quando tutte le tre variabili erano pari a 1). I risultati sono riportati nella tabella 3.4 e confermano quanto ipotizzato. La sensitività risulta infatti più alta per le imprese meno influenzate dal capitalismo italiano, soprattutto per quanto riguarda quelle quotate e di proprietà straniera, mentre è poco significativa l'appartenenza ad un gruppo multinazionale.

---

<sup>27</sup> Quindi per le imprese che presentavano il valore 0 nelle tre variabili citate.

## Interactions

PROFITS - LISTED	0.0016 (0.00)
PROFITS - OWNERSHIP	0.0013 (0.00)
PROFITS - MULTINATIONAL	0.0003 (0.13)
PROFITS - JOINT	0.0013 (0.05)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.56
N° of observations	2996

**Tabella 3.4** Relazione tra la sensitività *pay-performance* e le caratteristiche dell'impresa. Tra parentesi viene riportato il *P-value*.

In secondo luogo, gli autori si chiesero se le caratteristiche dell'ambiente italiano influenzassero anche l'altra variabile al centro della ricerca, ovvero la quota di incentivi sul totale del compenso lordo del manager. Nella tabella 3.5 vengono riportati i valori medi della variabile *INCENTIVE\_SHARE* date le differenti caratteristiche d'impresa. Anche in questo caso, affermarono che le ipotesi di dipendenza della variabile dalle caratteristiche prese in considerazione vennero verificate.

Dummy value	OWNERSHIP	LISTED	MULTINATIONAL	JOINT
0	0.040 (0.07)	0.087 (0.09)	0.076 (0.09)	0.085 (0.09)
1	0.106 (0.08)	0.102 (0.09)	0.107 (0.08)	0.111 (0.08)

**Tabella 3.5** Frazione di componente incentivante, per caratteristiche d'impresa. Tra parentesi viene riportata la deviazione standard.

La tabella evidenzia come la quota incentivante fosse maggiore nelle imprese meno influenzate dal capitalismo italiano (ovvero quelle con le variabili analizzate pari a 1). La nazionalità del proprietario sembra essere un fattore chiave in quanto presentava una differenza di più del doppio (quasi l'11% per le imprese di proprietà

straniera contro il 4% di quelle appartenenti ad italiani). L'appartenenza ad un gruppo multinazionale può invece indicare una maggiore sensibilità alle pratiche di compensazione anglosassoni, mentre il fatto di essere quotati permette meccanismi incentivanti sulla base di informazioni sulle performance più affidabili.

### 3.3 CEO TURNOVER IN INSIDER-DOMINATED BOARDS: THE ITALIAN CASE

Per approfondire la tematica del *turnover* degli amministratori delegati nelle imprese italiane, è stato molto utile il *paper* preparato dai tre docenti universitari, Brunello, Graziano e Parigi, che pochi anni prima pubblicarono la ricerca sui compensi dei manager in Italia<sup>28</sup>. Questo nuovo elaborato fu pubblicato nel 2003 sul *Journal of Banking & Finance*, edito da *Elsevier*.

Gli autori furono mossi dall'obiettivo di analizzare il *turnover* dei CEO in relazione ai risultati economici dell'impresa e alla struttura proprietaria. Le particolari caratteristiche del capitalismo italiano<sup>29</sup> di fine XX Secolo resero l'Italia un ambiente in cui la *corporate governance* era dominata dagli azionisti di maggioranza delle imprese, che perciò controllavano anche i consigli di amministrazione oppure facevano in modo che fossero controllati da rappresentanti che perseguivano i loro interessi. Questa situazione, secondo quanto suggerito dall'ampia evidenza empirica statunitense<sup>30</sup>, dovrebbe comportare una diminuzione dei casi di *turnover* del CEO e

---

<sup>28</sup> Vedi paragrafo 2 del capitolo 3.

<sup>29</sup> Ampiamente trattate nel paragrafo 4 del capitolo 2 e nel paragrafo 2 del capitolo 3.

<sup>30</sup> Come per la sensitività *pay-performance*, anche su questo argomento erano stati portati a termine pochissimi studi nel contesto italiano. I riferimenti provenivano quindi dalla letteratura straniera, ed in particolare quella prodotta negli Stati Uniti.

una riduzione della sensitività *turnover-performance*. Per contro però, la concentrazione del controllo tipica delle imprese italiane, la quale conferiva agli azionisti di maggioranza forti incentivi al monitoraggio attivo dei manager esterni, fungeva da forza opposta aumentando la probabilità di *turnover* in seguito a performance non soddisfacenti e la sensitività *turnover-performance*. Si rivelò quindi fondamentale per l'analisi separare i casi in cui il CEO era anche proprietario, nei quali prevaleva la prima tendenza, e i casi in cui non lo era, nei quali prevaleva invece la seconda.

### 3.3.1 Il campione analizzato

L'identità dei CEO e le misure di performance delle imprese furono ricavati dal *Celepino dell'Azionista*, pubblicazione annuale sulle società quotate in Italia, nel periodo che va da 1987 al 1997. I dati sulla struttura proprietaria e sugli azionisti vennero presi da un'altra pubblicazione annuale, il *Taccuino dell'Azionista*, mentre la fonte per i prezzi delle azioni e i dati relativi ai dividendi fu il giornale finanziario *Il Sole 24 Ore*. Vennero considerate tutte le imprese private quotate presso la Borsa di Milano per almeno tre anni consecutivi nel periodo che va dal 1988 al 1996, senza considerare le banche, le compagnie di assicurazione e le società finanziarie. La numerosità del campione di imprese risultò essere pari a 60<sup>31</sup>, mentre le osservazioni totali furono 395.

Per indicare quando un'impresa aveva cambiato il CEO, fu inserita nel dataset di osservazioni una variabile *dummy*, denominata *CEO\_TURNOVER*, pari a 1 quando

---

<sup>31</sup> Valore di poco inferiore ad un terzo del totale delle quotate, che nel 1988 era di 196 imprese, 215 nel 1996.

il *turnover* avveniva, 0 quando l'amministratore delegato continuava il suo lavoro all'interno della società. Sfortunatamente le fonti da cui attingono non segnalano le cause del cambio del CEO, e quindi, ad esempio, non vi era distinzione tra un manager che andava in pensione da uno che veniva allontanato per aver causato danni all'impresa. Il dataset era arricchito da altre variabili indicanti informazioni sugli amministratori, mentre si fece uso dell'*EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) per misurare le performance.

### 3.3.2 L'analisi empirica

Come primo *output* gli autori calcolarono la percentuale media dei CEO che lasciarono i CdA nei nove anni analizzati, sia per l'intero campione, sia suddividendolo in due parti a seconda di caratteristiche della proprietà<sup>32</sup>.

	Percentage	P-value
All firms	9.85 [395]	
CEO is owner	2.23 [123]	(0.000)
CEO is not owner	13.29 [272]	
With Syndacate	7.43 [121]	(0.260)
Without Syndacate	10.92 [274]	
Largest shareholder owns > 54% of shares	10.92 [164]	(0.526)
Largest shareholder owns ≤ 54% of shares	9,09 [231]	
Second shareholder owns > 9% of shares	7.71 [160]	(0.214)
Second shareholder owns ≤ 9% of shares	11.31 [235]	

**Tabella 3.6** Percentuale di CEO che lasciarono i CdA nel periodo tra il 1988 e il 1996. Tra parentesi quadra si trova il numero di osservazioni. Tra parentesi tonda viene riportato il *P-value*.

<sup>32</sup> La variabile booleana *SYNDACATE* assumeva il valore 1 se l'azionista di maggioranza era collegato ad un sindacato. Venne inoltre fatta la distinzione tra le società a seconda che l'azionista di maggioranza possedeva una quota superiore al 54% o inferiore, e una seconda distinzione considerando il secondo azionista con quota maggiore (soglia del 9%), ma nessuna di queste caratteristiche è risultata significativa.

I risultati, riportati nella tabella 3.6 come previsto mostrarono che il *turnover* fu significativamente molto meno frequente nelle imprese in cui l'azionista di maggioranza ricopriva anche il ruolo di CEO, mentre non risultò influenzato in modo significativo da nessun'altra caratteristica usata per suddividere il campione in due parti.

Il modello usato per studiare se e come il *turnover* fosse collegato alla performance dell'impresa e alle caratteristiche della struttura proprietaria, presentava la seguente variabile dipendente, che specificava il *turnover* del CEO nell'impresa  $i$  al tempo  $t$ :

$$\begin{aligned} CEO\_TURNOVER_{i,t} = & a_i + q X_{i,t} + b CEO\_OWNERSHIP_{i,t} \\ & + c SYNDACATE_{i,t} \\ & + d LARGEST\_SHAREHOLDER_{i,t} \\ & + e SECOND\_SHAREHOLDER_{i,t} \\ & + f_i \Delta_{i,t} + g_i |\Delta_{i,t}| + h_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

ove *CEO\_OWNERHIP* è una variabile *dummy* pari a 1 quando il CEO è anche l'azionista di maggioranza dell'impresa o un membro della famiglia di controllo, 0 altrimenti; *SYNDACATE* è un'altra *dummy* presentata in precedenza<sup>33</sup>;  $X$  è un vettore di caratteristiche individuali del CEO; *LARGE\_SHAREHOLDER* e *SECOND\_SHAREHOLDER* sono misure che definiscono la struttura proprietaria, pari rispettivamente alla percentuale di azioni detenuta dall'azionista di maggioranza e a quella detenuta dal secondo azionista;  $\Delta$  e  $|\Delta|$  misurano rispettivamente le variazioni di performance e il valore assoluto di tale variazione;  $h$  è una variabile temporale

---

<sup>33</sup> Vedi nota 32.

aggregata;  $\varepsilon$  è il termine di errore;  $a$  è una specifica dell'impresa che non dipende dal tempo.

Grazie alla regressione, gli autori arrivarono alla conclusione che vi era correlazione significativa e negativa tra il cambio del *management* e le performance d'impresa, all'interno del capitalismo italiano, e che tale correlazione non era lineare. Altro aspetto importante rilevato fu la dipendenza di tale relazione con la struttura proprietaria delle imprese. I CEO che erano anche proprietari o membri della famiglia controllante, erano preservati dai meccanismi di disciplina, tanto che la probabilità di *turnover* in questi casi tendeva a zero. La probabilità di *turnover* nell'intero campione dipendeva infatti quasi interamente dalla probabilità che ci fosse un cambio quando il CEO non aveva legami stretti con l'azionista di maggioranza, il quale ricopriva il ruolo di controllore. I risultati di questa analisi implicano anche che non necessariamente la scissione delle figure di CEO e proprietario generasse una perdita di efficienza, come invece prevedeva la teoria principale-agente, secondo cui gli incentivi erano più potenti quando l'agente diventava principale partecipando agli utili<sup>34</sup>. La motivazione di fondo risiede nel fatto che se il *turnover* è un'opzione reale, allora sarà possibile allontanare dai CdA i manager non adatti e scegliere quelli che possono incrementare le performance dell'impresa, scenario che non sarebbe possibile, secondo l'evidenza empirica, se il CEO fosse anche il proprietario. Interessanti inoltre le similitudini riscontrate con studi precedentemente effettuati sulle imprese statunitensi, vista la differente composizione dei CdA nei due paesi: controllati dagli *insiders* in Italia e dagli *outsiders* negli USA.

---

<sup>34</sup> Per approfondire la teoria principale-agente si faccia riferimento al paragrafo 2 del capitolo 1.

# CAPITOLO QUARTO

## PRESENTAZIONE DEL DATABASE

---

### 4.1 INTRODUZIONE

L'obiettivo del mio lavoro è quello di studiare la sensitività *pay-performance* e le situazioni di *turnover* dei CEO, in un campione d'impresie ampio e statisticamente casuale, che rifletta il più possibile la situazione economica italiana. Il problema principale affrontato negli studi dei docenti Brunello, Graziano e Parigi<sup>1</sup> è stato proprio quello di non poter disporre di un campione di tali caratteristiche, bensì di dataset che strutturalmente presentavano importanti deviazioni, che hanno compromesso la rilevanza statistica delle conclusioni per il panorama italiano in generale. Per questa ragione, ho deciso di utilizzare per la mia ricerca solo i dati relativi alle società quotate presso la Borsa di Milano, affinché fossero facilmente reperibili, e non dover quindi richiederli alle società, come avvenuto per il campione da cui avevano attinto gli autori della ricerca *Executive compensation and firm performance in Italy*. Questo capitolo inizia con la presentazione del lavoro di ricerca che ha permesso la creazione del dataset, proseguendo poi con l'enunciare le voci statistiche che lo compongono, specificando quali verranno utilizzate come variabili dipendenti e quali indipendenti.

---

<sup>1</sup> Vedi i paragrafi 2 e 3 del capitolo 3.

## 4.2 IL LAVORO DI RACCOLTA DEI DATI

Volendo effettuare l'analisi su un campione che risultasse il più possibile significativo per l'intero panorama italiano delle società quotate, ogni dato raccolto nel database doveva essere reperibile pubblicamente. La numerosità del campione, al termine del lavoro di raccolta dei dati da me svolto, è di 144<sup>2</sup> società quotate presso la Borsa Italiana<sup>3</sup>. La ricerca si è concentrata sulle imprese manifatturiere, di servizi e di pubblica utilità, non considerando società finanziarie, assicurative e banche. Sono state prese in considerazione solo le aziende che hanno avuto un periodo di quotazione di almeno quattro anni. Anche se alcune delle società del database erano quotate negli anni antecedenti al 2000, i dati relativi a quegli anni non sono stati tenuti in considerazione. Perciò il 2000 si può considerare come l'*anno zero* del database, scelto perché successivo all'introduzione dell'importante Codice di Autodisciplina<sup>4</sup> avvenuta nel 1999. Bisogna quindi tenere presente che il campione risulta sbilanciato in quanto le imprese non sono state analizzate tutte in periodi identici, ma in un lasso di tempo che va da un minimo di quattro anni ad un massimo di diciassette (per le società che erano presenti nel 2000 e nel 2016, ultimo anno osservato, risultavano ancora nel listino della borsa)

### 4.2.1 Le fonti della ricerca: Mediobanca

La prima fonte utilizzata per stilare una lista di società quotate che rispondessero ai requisiti richiesti è stata la *Tabella X* sui titoli azionari iscritti e cancellati dal listino

---

<sup>2</sup> L'elenco completo delle società è consultabile nell'allegato B.

<sup>3</sup> Al momento della redazione del presente elaborato, le società quotate presso la Borsa di Milano risultano essere 200 in totale.

<sup>4</sup> Approfondimento nel sotto paragrafo 6.4 del capitolo 2.

ufficiale redatta da Mediobanca.<sup>5</sup> La tabella è suddivisa in due colonne, in quella di sinistra, per ogni anno dal 1861<sup>6</sup>, si trovano i nomi delle società che si sono quotate, mentre in quella di destra quelle che hanno completato l'uscita dalla Borsa Valori di Milano. Nel momento in cui viene registrata l'iscrizione di un titolo azionario di una società, quest'ultima viene evidenziata con il carattere grassetto nel caso in cui, al momento della redazione della tabella, essa risulti ancora quotata, in caso contrario viene indicato l'anno di uscita dalla Borsa. Seguendo la stessa logica, nelle registrazioni della seconda colonna, viene indicato l'anno in cui si era quotata la società che si è delistata.

Dopo aver inserito l'elenco delle società all'interno del database, dalla stessa fonte di Mediobanca ho ricavato i dati annuali relativi ai dividendi lordi complessivi distribuiti dalle società<sup>7</sup> e alla valutazione di mercato dei capitali sociali<sup>8</sup>, entrambi utili per capire i risultati economici dell'impresa, dal punto di vista degli azionisti che hanno interesse a ricevere alti dividendi e che l'impresa sia valutata positivamente dal mercato.

Un altro studio<sup>9</sup> di Mediobanca, anch'esso accessibile sia in formato cartaceo che elettronico, effettuato sulle 2.416 imprese principali italiane, riporta alcuni dati di conto economico e di stato patrimoniale delle stesse. Per la compilazione del database, hanno destato particolare interesse i dati relativi al valore aggiunto annuale e al settore

---

<sup>5</sup> MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2018, pagg. 258-293.

<sup>6</sup> La Borsa di Milano venne fondata nel 1808, ma nella pubblicazione di Mediobanca vengono registrati i titoli quotati dopo l'Unità d'Italia. Le prime due imprese che si iscrissero a listino furono la *Banca Nazionale nel Regno d'Italia* (ora *Banca d'Italia*) e le *Strade Ferrate Lombardo Veneto*, le uniche del 1861.

<sup>7</sup> MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2018, pagg. 78-97.

<sup>8</sup> MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2018, pagg. 32-51.

<sup>9</sup> MEDIOBANCA, *Le Principali Società Italiane*, Milano, 2018, pagg. 2-259.

d'appartenenza dell'impresa, il primo per il calcolo dell'EBITDA<sup>10</sup>, il secondo per poter effettuare un'analisi settoriale per capire se i fenomeni analizzati hanno un impatto diverso a seconda del mercato.

#### 4.2.2 Le fonti della ricerca: la Consob

La seconda fondamentale fonte per la ricerca dei dati si è rivelata essere il sito internet della Consob<sup>11</sup>, dalla cui area pubblica si può accedere alla visione dei documenti che, ai sensi della legge, vengono inviati alla Consob dalle società per gli anni in cui sono iscritte alla Borsa Valori Italiana. I documenti necessari per l'elaborato sono denominati "Azionariato", "Capitale Sociale" e "Organi Sociali". Nel primo, le società devono indicare gli azionisti che detengono una quota di partecipazione pari o superiore al 3% del totale delle azioni con diritto di voto<sup>12</sup>, come indicato dal Testo Unico della Finanza<sup>13</sup>. La norma, infatti, recita testualmente: *"Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al tre per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob"*. La disposizione continua sottolineando come la soglia sia più ampia per le piccole e medie imprese: *"Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, tale soglia è pari al cinque per cento"*. Il suddetto documento è stato utilizzato per ricavare la proprietà dell'impresa, se privata o pubblica, il nome dell'azionista di maggioranza e la quota da lui detenuta e per notare se tra gli azionisti con

---

<sup>10</sup> *Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation and Amortization*, è un indicatore di redditività anche indicato come "Margine Operativo Lordo".

<sup>11</sup> <http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate>

<sup>12</sup> Art. 120, comma 2, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza, modificato dall'art. 1 del D.lgs. 15 febbraio 2016, n. 25. La modifica ha interessato la soglia dell'obbligo di comunicazione: prima del 2016 essa era del 2%, infatti nei documenti di "Azionariato" negli anni antecedenti la modifica, si trovano azionisti che detengono una quota compresa tra il 2% e il 3%.

<sup>13</sup> Vedi sottoparagrafo 6.3 del capitolo 2.

partecipazione rilevante ci fossero uno o più investitori istituzionali<sup>14</sup>. Inoltre, essendo segnate anche eventuali azioni senza diritto di voto, esso è servito per vedere se l'azienda possedeva o meno una struttura *one share-one vote*<sup>15</sup>, ossia un sistema di voto proporzionale al capitale investito, che rappresenta un'altra importante indicazione da aggiungere alle informazioni presenti nel database. Oltre al documento sull'azionariato, per poter scoprire se la società ha in circolazione azioni diverse da quelle ordinarie, si è fatto riferimento al documento relativo al capitale sociale, la cui disciplina contenuta nella normativa proviene dal Regolamento Emittenti del 1999 all'articolo 85-bis rubricato: "*Modifiche del capitale sociale*"<sup>16</sup>. L'ultimo documento preso in esame dal sito Consob è stato quello concernente gli organi sociali. Esso è stato utilizzato per trascrivere nel database il nome dell'amministratore delegato di ogni azienda in carica al 31 dicembre di ogni anno in cui la società era quotata in Borsa, a partire dall'anno 2000. Anche per disciplinare questo documento, si utilizza il Regolamento Emittenti del 1999, il cui articolo pertinente a questo caso è l'85-quater, intitolato "*Composizione degli organi di amministrazione e controllo, direttore generale*"<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Esempi di investitori istituzionali in attività immobiliari sono: lo Stato e gli enti locali, gli enti pubblici previdenziali, fondazioni e associazioni senza scopo di lucro, le imprese di assicurazione e fondi pensione, società di gestione del risparmio. Gli investitori istituzionali in attività mobiliari sono invece i fondi comuni d'investimento aperti e chiusi, i fondi pensione, le finanziarie, le assicurazioni e le banche.

<sup>15</sup> È la struttura che prevede voti proporzionali alla quota detenuta. Dal documento "Azionariato" si può vedere solo se l'azienda possiede, oltre a quelle ordinarie, azioni senza diritto di voto o *di risparmio*, ma non se essa ha in circolazione, in quel determinato anno, azioni privilegiate, per le quali è stata utilizzata un'altra fonte.

<sup>16</sup> Art. 85-bis, Regolamento di attuazione del D.lgs, 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e modificato con delibera n. 19084 del 19 dicembre 2014.

<sup>17</sup> Art. 85-quater, Regolamento di attuazione del D.lgs, 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999. L'articolo in questione è stato inserito nel Regolamento Emittenti con delibera n. 18214 del 9 maggio 2012.

#### 4.2.3 Le fonti della ricerca: le Relazioni sulla Remunerazione

Eccezion fatta per quelli riguardanti la remunerazione, tutti dati relativi al CEO sono stati ricavati dal suo curriculum vitae, osservabili sul sito internet dell'azienda se egli è ancora attualmente in carica, altrimenti facilmente scaricabile in rete. Per quanto concerne invece la composizione dei compensi che spettano al CEO, i dati si possono trovare nelle *Relazioni sulla Remunerazione*, che, come previsto per le società quotate dal Testo Unico della Finanza, devono essere messe a disposizione del pubblico annualmente. Il TUF, oltre ad illustrare la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche, e le procedure per l'adozione e l'attuazione della stessa, fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono il compenso, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione approvata nell'esercizio precedente<sup>18</sup>. La Relazione, si trova nella sezione *Investor Relations* sui siti delle società analizzate<sup>19</sup>. Per le Relazioni pubblicate negli anni dal 2012 al 2017, una fonte più comoda dei siti societari si è rivelato essere il sito della Borsa Italiana, una cui sezione<sup>20</sup> le raggruppa per ogni società. Oltre alla Relazione sulla Remunerazione, dalla sezione dedicata agli investitori sul sito delle società, è possibile scaricare il

---

<sup>18</sup> Art. 123-ter, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza. L'articolo in questione è stato inserito nel TUF tramite D.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259.

<sup>19</sup> Alcune difficoltà si possono riscontrare nel trovare i dati della remunerazione riguardanti anni antecedenti il 2011, anno in cui è stato inserito l'apposito articolo nel Testo Unico della Finanza rendendo di fatto obbligatoria la pubblicazione della Relazione sulla Remunerazione.

<sup>20</sup> [www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/relazioniremunerazioni.htm](http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/relazioniremunerazioni.htm)

bilancio annuale. Da esso ho ricavato i dati di conto economico e stato patrimoniale necessari all'analisi da svolgere, non presenti nello studio di Mediobanca<sup>21</sup>.

#### 4.2.4 Le fonti della ricerca: l'ISTAT

Le imprese sono state caratterizzate anche dalla classificazione dei settori Istat secondo la natura del prodotto, e dai numeri identificativi di regione e provincia nelle quali è localizzata la sede principale. Per comprendere quale fosse il settore d'appartenenza più consono, si è resa necessaria una breve analisi dell'attività principale svolta dalla società.

Al termine della raccolta dei dati, il database risulta composto da 69 colonne, ognuna delle quali rappresenta un tipo di dato o variabile, che sarà descritta nei paragrafi successivi, per 1.891 righe, ovvero la numerosità delle osservazioni<sup>22</sup>.

### 4.3 OSSERVAZIONI E CARATTERISTICHE DELLE SOCIETÀ

In questo paragrafo verranno descritte le variabili usate per caratterizzare le osservazioni registrate e le aziende analizzate. In ordine crescente di colonna formante il database, esse sono: *CHIAVE*, *NOBS*, *NFIRM*, *YEAR*, *SALTA*, *NAP*, *FIRMNAME*, *INSTINV*, *DELISTING*, *DUAL*, *MUNICIP*, *STATE*, *STATEOWN*, *PRIVATEOWN*, *STAR*, *FYEAR*, *NPROV*, *NREGIONE*, *NA*, *NA2*, *ISTAT\_3D*, *ISTAT\_2D*, *MANUF*, *TERTIARY*, *UTILITY*, *TYPE*, *TYPERRAR*, *TYPERR* e *SETTORE\_MEDIOBANCA*.

---

<sup>21</sup> Vedi nota 9.

<sup>22</sup> Per osservazione si intende il vettore di variabili relative ad un'impresa in un singolo anno.

#### 4.3.1 Le caratteristiche generali delle società

Le prime variabili presentate sono quelle che caratterizzano le società, che hanno il compito di rendere ben chiaro a quale impresa l'osservazione si riferisce. La principale si trova nella colonna *CHIAVE*, dove vengono riportate le denominazioni di tutte le 1.891 osservazioni, ognuna caratterizzata dal nome dell'azienda congiunto con l'anno cui l'osservazione è riferita<sup>23</sup>, non si troverà quindi una variabile chiave identica ad un'altra. La colonna denominata *NOBS*, invece, assegna un numero univoco crescente all'osservazione<sup>24</sup>. Ad ognuna delle 144 aziende viene conferito un numero univoco identificativo, seguendo l'ordine di inserimento della stessa nel database. La numerazione viene registrata con la variabile *NFIRM*<sup>25</sup>. La variabile *NA* serve invece per una numerazione progressiva interna all'azienda, perciò sarà pari a 1 in concomitanza con l'anno di quotazione di ogni impresa, o con l'osservazione relativa all'anno 2000 se si era già quotata in anni antecedenti, pari a 2 l'anno successivo e così via discorrendo<sup>26</sup>. Nella colonna dal nome *NA2* viene indicato il numero massimo dei valori nella colonna *NA*, data l'impresa; risultando quindi uguale, per ognuna di esse, in ogni osservazione<sup>27</sup>. Simile a *NA*, è la variabile *NAP*, che segue lo stesso principio di numerazione crescente, ma ritorna a 1 nell'anno in cui si registra un cambio di nome

---

<sup>23</sup> La suddetta variabile, si può considerare generata dall'unione di due diverse variabili, *FIRMNAME*, che indica il nome dell'azienda, uguale per tutte le osservazioni della stessa impresa, e *YEAR*, che segnala l'anno cui si riferisce l'osservazione. Data una singola azienda, la variabile *YEAR* è incrementale a partire dall'anno di quotazione fino all'anno di uscita dalla Borsa oppure fino al 2016 nel caso in cui l'azienda risulti ancora quotata.

<sup>24</sup> Dominio della variabile, al termine del mio lavoro: numeri reali da 1 a 1.891. Studi successivi potranno implementare il database con nuove osservazioni, numerandole dal 1.892 in poi.

<sup>25</sup> Dominio della variabile, al termine del mio lavoro: numeri reali da 1 a 144.

<sup>26</sup> Dominio della variabile, al termine del mio lavoro: numeri reali da 1 a 17, essendo il massimo di osservazioni raccolte per le imprese quotate nel 2000 (o negli anni precedenti), e presenti fino al 2016, ovvero l'ultimo anno osservato.

<sup>27</sup> Dominio della variabile, al termine del mio lavoro: numeri reali da 1 a 17.

della società, a causa ad esempio di una fusione o acquisizione<sup>28</sup>. La variabile *SALTA* è una booleana pari a 1 quando *NAP* è uguale a 1 o a 2, a 0 altrimenti. Essa serve per evidenziare i primi due anni di quotazione, che possono essere considerati come periodo di assestamento.

Per indicare l'eventuale uscita dalla borsa di una società, è stata posta uguale ad 1 la variabile binaria *DELISTING*, in corrispondenza dell'anno in cui la società si è delistata, mentre è 0 negli altri anni. Importante è anche la variabile *STAR*, che se posta pari a 1 indica che i titoli della società sono negoziati sul segmento STAR<sup>29</sup>, nato nel 2001 e per questo motivo la booleana di ogni società relativa all'anno 2000 è pari a 0. A tale segmento del mercato MTA della borsa italiana sono ammesse le società che si impegnano a rispettare requisiti di alta trasparenza nella comunicazione di informazioni societarie, alta liquidità del titolo e Corporate Governance allineata agli standard internazionali. Infine, con le variabili *FYEAR*, *NPROV*<sup>30</sup> e *NREGIONE*<sup>31</sup> vengono indicati rispettivamente l'anno di fondazione della società, i codici identificativi<sup>32</sup> della provincia e della regione in cui è situata la sede principale della stessa.

---

<sup>28</sup> Dominio della variabile, al termine del mio lavoro: numeri reali da 1 a 17. È il caso di Roncadin che nel 2007 è diventata Arena Group; di Sadi – Servizi Industriali che nel 2013 cambia denominazione in Ambienthesis; di Actelios che nel 2010 diventa Falck Renewables, a seguito del consolidamento di tutte le attività di produzione di energia da fonti rinnovabili del Gruppo Falck; di AEM, che dopo l'incorporazione di AMSA e ASM, datata 2008, diventa A2A; di Iride, che nel 2010 si fonde con Enia dando vita ad Iren; e di Lottomatica diventata GTECH a seguito del rebranding annunciato nel 2013.

<sup>29</sup> Acronimo di *segmento titoli con alti requisiti*.

<sup>30</sup> Dominio della variabile: numeri reali da 1 a 95.

<sup>31</sup> Dominio della variabile: numeri reali da 1 a 20.

<sup>32</sup> L. BENFRATELLO, D. MARGON, L. RONDI, A. SEMBENELLI, D. VANNONI, S. ZELLI E M. ZITTINO, *Nuovo panel CERIS su dati di impresa 1977-1997*, Working Paper, 5, 2001, pagg. 36-37.

#### 4.3.2 Caratteristiche indicanti la proprietà

Il quartetto di variabili booleane *MUNICIP*, *STATE*, *STATEOWN*, *PRIVATEOWN*, definisce la tipologia di proprietà dell'impresa. La prima di esse è pari a 1 nel caso in cui si stia analizzando una società municipalizzata, ovvero un ente pubblico senza scopo facente capo ad un comune italiano. Se invece la proprietà appartiene direttamente o indirettamente alla Pubblica Amministrazione, si parla di azienda pubblica, indicata ponendo pari a 1 la booleana *STATE*. La variabile *STATEOWN* si può considerare come la somma delle variabili *MUNICIP* e *STATE*, in quanto sarà uguale all'unità nel caso in cui la proprietà sia municipalizzata o statale, 0 altrimenti. Specularmente, se *STATEOWN* risulta essere 0, la proprietà sarà quindi privata e perciò la booleana *PRIVATEOWN* sarà pari a 1 (viceversa se la proprietà sarà pubblica, sarà pari a 0)<sup>33</sup>.

Rientrano nella categoria delle variabili sulla proprietà anche le booleane *DUAL* e *INSTINV*. La prima variabile indica se nell'anno esaminato la società ha solo azioni ordinarie e quindi una struttura comunemente riconosciuta come *one share-one vote* ( $DUAL = 0$ ), oppure presenta una struttura di azioni duale, con azioni privilegiate o di risparmio, senza diritto di voto ( $DUAL = 1$ ). Con la seconda variabile si vogliono indicare, ponendola uguale a 1, le società una cui quota di azioni con diritto di voto è detenuta da investitori istituzionali, come banche, compagnie assicurative, fondi speculativi, di pensione o di *private equity*, capitali universitari, società di consulenza. Non è raro trovare valori diversi per osservazioni in anni consecutivi della stessa

---

<sup>33</sup> I vincoli imposti sulle quattro variabili booleane sono i seguenti:  $STATEOWN + PRIVATEOWN = 1$ ;  $MUNICIP + STATE \leq 1$ ;  $MUNICIP + STATE = STATEOWN$ .

società, in quanto l'evidenza empirica ha rilevato come tali investitori spesso immettono e tolgono capitali nelle imprese finanziate.

#### 4.3.3 Caratteristiche riguardanti il settore d'attività

L'impresa viene inoltre caratterizzata dal settore in cui opera. Nella colonna *SETTORE\_MEDIOBANCA* viene riportata la stringa di caratteri indicanti il settore di appartenenza dell'impresa secondo la classificazione effettuata da Mediobanca nel documento *Le principali società italiane*<sup>34</sup>. Le variabili *ISTAT\_3D* e *ISTAT\_2D* sono invece codici di classificazione dell'Istat. Mentre la prima variabile è più specifica e riporta tre cifre, la seconda riporta le prime due cifre della prima.

La variabile *TYPE* indica invece la tipologia settoriale per natura del prodotto. Per tale classificazione si è fatto riferimento al lavoro del 1996, *Industrial organization in the European Union* di Davis e Lyons, che distingue:

- Industrie di Tipo 1: a bassa intensità di spese in pubblicità e ricerca,
- Industrie di Tipo 2A: ad alta intensità di spese pubblicitarie,
- Industrie di Tipo 2R: ad alta intensità di spese in ricerca e sviluppo,
- Industrie di Tipo 2AR: ad alta intensità di pubblicità e ricerca<sup>35</sup>.

All'interno del file, per rendere la variabile *TYPE* di tipo numerico, si è deciso di indicare le tipologie di industrie rispettivamente con 10, 21, 22 e 23. Collegate alla suddetta variabile sono le binarie *TYPERAR*<sup>36</sup> e *TYPER*<sup>37</sup>. La prima di esse è pari a 1

---

<sup>34</sup> Vedi nota 9.

<sup>35</sup> L. BENFRATELLO, D. MARGON, L. RONDI, A. SEMBENELLI, D. VANNONI, S. ZELLI E M. ZITTINO, Nuovo panel CERIS su dati di impresa 1977-1997, Working Paper, 5, 2001, pagg. 38-40.

<sup>36</sup> Pari a 0 se *TYPE=10*, 1 altrimenti.

<sup>37</sup> Pari a 1 se *TYPE=22* o *TYPE=23*, 0 altrimenti.

quando l'impresa appartiene ad un'industria diversa da quella di tipo 1, mentre la seconda è pari a 1 quando l'impresa è caratterizzata da alta intensità di spese in ricerca e sviluppo (ovvero di tipo 2R o di tipo 2AR).

Infine, le variabili booleane *MANUF*, *TERTIARY* e *UTILITY*, sono poste uguali a 1 quando indicano, rispettivamente, un'impresa manifatturiera, una operante nel settore terziario e una *public utilities*.

#### 4.4 INFORMAZIONI SU AZIONISTI DI MAGGIORANZA E CEO

In questa sezione trovano spazio le variabili riguardanti le due figure chiave dei problemi principale-agente<sup>38</sup>, ovvero l'azionista di maggioranza (il principale) e il CEO (l'agente). In ordine di colonna esse sono: *AZIONISTIDIMAGGIORANZA*, *FAMILY*, *CONTROLLING\_SHARE*, *NEWCEO\_NAME*, *FAMCEO*, *EMOLUMENTI*, *BNF\_NON\_MNT*, *BONUS*, *OTHER\_COMP*, *TOTCOMP*, *INT\_HIRING*, *TURNOVER*, *TENURE*, *DATA\_NASCITA*, *BIRTH\_YEAR*, *LAUREA*, *INGEGNERE* e *AGE*.

##### 4.4.1 L'azionista di maggioranza

Il cognome dell'azionista, se è una persona fisica, oppure il nome della società che detiene la partecipazione maggiore viene riportato nella variabile stringa dal nome *AZIONISTIDIMAGGIORANZA*, mentre la relativa quota viene registrata nella variabile *CONTROLLING\_SHARE*. A quest'ultima statistica è collegata la booleana

---

<sup>38</sup> Vedi paragrafo 2 del capitolo primo.

*FAMILY* che indica quando il controllo di una società privata è saldamente in mano ad una famiglia<sup>39</sup>. Per le società pubbliche non si può quindi trovare la suddetta variabile pari ad 1. Inoltre, si è posta uguale a 0 anche nelle situazioni in cui l'azionista di maggioranza, anche se deteneva più della metà delle azioni, risultava essere una società d'investimento.

#### 4.4.2 Caratteristiche individuali del CEO

Passando alla descrizione dell'amministratore delegato, figura fondamentale per l'analisi del presente elaborato, per prima cosa viene inserito il cognome nella colonna *NEWCEO\_NAME*, per ogni anno in cui l'azienda in cui opera è presente nel database. Nel caso in cui in un determinato anno si fosse verificato un cambio di CEO, per convenzione viene inserito nella registrazione di quell'anno colui che subentra.

Passando alla descrizione dell'amministratore delegato, figura fondamentale per l'analisi del presente elaborato, per prima cosa viene inserito il cognome nella colonna *NEWCEO\_NAME*, per ogni anno in cui l'azienda in cui opera è presente nel database. Nel caso in cui in un determinato anno si fosse verificato un cambio di CEO, per convenzione viene inserito nella registrazione di quell'anno colui che subentra. Successivamente, ho orientato la ricerca alla raccolta di dati individuali loro riguardanti, sia di natura personale sia quelli connaturati al suo lavoro presso l'impresa. Nel primo gruppo di dati si trova la data di nascita, inserita nella variabile *DATA\_NASCITA*, da cui si ricava l'età che avevano al momento dell'incarico, registrata in *AGE*. Viene tenuta traccia anche dei titoli di studio universitario con due

---

<sup>39</sup> Convenzionalmente si è deciso di porre la soglia alla maggioranza assoluta delle azioni, perciò nelle società private con *CONTROLLING\_SHARE*  $\geq 50,000\%$ , si è registrato *FAMILY=1*, 0 altrimenti.

variabili booleane, *LAUREA* ed *INGEGNERE*, rispettivamente pari a 1 se l'amministratore fosse laureato e se, più specificatamente, fosse un ingegnere.

#### 4.4.3 Le caratteristiche del CEO all'interno dell'azienda

Nel secondo gruppo di dati, quelli relativi al ruolo del CEO all'interno dell'impresa, rientrano tre variabili booleane, la prima, denominata *FAMCEO*, indica se il CEO sia imparentato o meno con chi detiene il controllo dell'impresa<sup>40</sup>, quando la società è registrata come familiare (ovvero la variabile *FAMILY* risulta pari a 1). La seconda, *TURNOVER*, segnala l'anno in cui è avvenuto un cambio di amministratore delegato. La terza, *INT\_HIRING*, indica se, al momento della nomina ad amministratore delegato, egli ricoprì un qualsiasi altro ruolo all'interno dell'azienda. Insieme a queste tre variabili booleane, rientra nel secondo gruppo una variabile incrementale, chiamata *TENURE*, che mostra da quanti anni ricopre l'incarico l'amministratore in questione.

#### 4.4.4 La struttura della remunerazione dei CEO

Vengono infine riportati i dati relativi alle quattro parti che compongono la remunerazione dell'amministratore delegato. Vi è una prima parte fissa di compenso, inserita nella variabile *EMOLUMENTI*, una relativa ai benefici non monetari, registrati in *BNF\_NON\_MNT*, secondo criterio di imponibilità fiscale, una parte variabile riguardante bonus e incentivi in *BONUS*, e infine una relativa ai compensi che non rientrano nelle tre categorie sopracitate, la cui variabile prende il nome di

---

<sup>40</sup> Si è scelto di porre la variabile booleana pari all'unità nei casi in cui vi sia un grado di parentela oppure il CEO sia anche l'azionista di maggioranza; pari a 0 se nessuna delle due condizioni risulti verificata.

*OTHER\_COMP*. La somma di queste quattro componenti rappresenta la remunerazione totale percepita dal CEO nell'anno cui si riferisce l'osservazione, ed è registrato nel database nella variabile *TOTCOMP*<sup>41</sup>.

## 4.5 INFORMAZIONI ECONOMICHE

In quest'ultimo paragrafo vengono riportati i dati di bilancio e di mercato che le imprese hanno conseguito negli anni in cui sono presenti nel database.

### 4.5.1 Dati presenti nel Conto Economico

Dal conto economico del bilancio societario, sono state ricavate le seguenti variabili, registrate in migliaia di euro: *SALES* (indicante il fatturato), *VALADD* (il valore aggiunto, calcolato come la differenza tra il margine operativo lordo e il costo del personale), *LABCOST* (il costo del personale), *FINCHA* (gli oneri finanziari, dato che spesso doveva essere depurato dalle differenze sui cambi, ovvero utili meno perdite sui cambi), *TAXES* (le imposte sul reddito), *DEPR* (gli ammortamenti, dato che spesso doveva essere depurato dalle svalutazioni) e infine *RIS\_AZ* (risultato d'esercizio di competenza degli azionisti del gruppo)<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Per la struttura della remunerazione del CEO si faccia riferimento alla tabella A1 in allegato.

<sup>42</sup> Le voci di costo (*LABCOST*, *FINCHA*, *TAXES*, *DEPR*) vengono registrate nel database con valore positivo anche se ovviamente rappresentano un'uscita di cassa. Nei casi in cui le tasse risultassero positive, viene registrato invece un valore negativo.

#### 4.5.2 Dati presenti nello Stato Patrimoniale

Dallo Stato Patrimoniale del bilancio vengono invece estrapolate le informazioni utili alla creazione delle seguenti variabili, anch'esse in migliaia di euro: *ITN* (le immobilizzazioni materiali nette), *ILINVESTIMENTILORDI* (gli investimenti lordi, calcolati come la differenza tra le immobilizzazioni materiali nette dell'anno corrente e dell'anno precedente, a cui si somma il valore dell'ammortamento dell'anno corrente), *GWC* (il capitale circolante lordo, calcolato come la somma di tutto l'attivo corrente), *PARTECIPAZ* (le partecipazioni, registrate col metodo del patrimonio netto), *TOTASSET* (il totale delle attività), *EQUITY* (il patrimonio netto di competenza del gruppo), *CAPSOCI* (il capitale sociale), *DEBTML* (i debiti finanziari a medio lungo termine, ovvero con scadenza superiore ai dodici mesi), *DEBTST* (i debiti finanziari a breve termine, ovvero con scadenza inferiore ai dodici mesi), *DEBTOT* (i debiti totali, calcolati come somma delle due variabili precedenti), *TRADEBT* (i debiti commerciali) ed *EMPL* (il numero di dipendenti).

#### 4.5.3 Indici di mercato e dei prezzi

L'ultima sezione comprende due importanti misure di mercato, il valore di mercato, ottenuto dalla moltiplicazione del prezzo corrente di ogni azione per il numero totale di azioni in circolazione (variabile *MKTCAP*) e i dividendi lordi complessivi distribuiti dalla società durante l'arco dell'anno (variabile *DIVIDEND*). Come ultima informazione, viene registrata la variabile *SPI2010*, che rappresenta l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie, ponendo il 2010 come anno base, in cui l'indice è posto pari a 100.

## 4.6 CREAZIONE DI VARIABILI UTILI ALL'ANALISI

### 4.6.1 Le variabili reali

Oltre alle sessantanove informazioni caratterizzante ognuna delle 1.891 osservazioni che formano il database, è risultato necessario per l'analisi econometrica la creazione di un altro set di variabili. Affinché vi sia omogeneità all'interno di un'analisi, è necessario che le variabili che hanno come unità di misura l'Euro, siano riferite allo stesso anno base. Ciò è possibile grazie all'indice dei prezzi al consumo riportato nella colonna *SPI2010*<sup>43</sup>. Facendo quindi il rapporto tra il valore nominale presente nel database e l'indice dei prezzi dell'anno cui il valore si riferisce, si ottiene il corrispettivo valore reale, potendo così mettere in relazione ed analizzare valori di anni diversi. Secondo questo processo sono state create le variabili *RTOTCOMP*, *RSALES*, *RTOTASSET*, *RMKTCAP*, *REBITDA*, rispettivamente i valori reali del totale del compenso dei CEO, dei ricavi, del totale dell'attivo, dell'indice di mercato e del margine operativo lordo. Per quest'ultima operazione si è resa necessaria prima la creazione di una variabile *EBITDA* calcolata come la differenza tra le variabili del database *VALADD* e *LABCOST*.

Può infine essere utile all'analisi, per poter effettuare regressioni non lineare di tipo logaritmico, la creazione di variabili dipendenti tramite la funzione logaritmica. Seguendo questa logica sono state create le variabili *LRMKTCAP*, *LRSALES* e *LRTOTCOMP*, rispettivamente calcolate facendo il logaritmo naturale dell'indice di mercato, del fatturato e del totale del compenso dei manager, espresse in termini reali.

---

<sup>43</sup> La panoramica degli indici nazionali dei prezzi al consumo per le famiglie si trova nella prima tabella dell'Allegato C.

#### 4.6.2 Le *dummy* temporali

Per tenere traccia del tempo all'interno della regressione si è proceduto alla creazione di 17 variabili *dummy*, denominate *DUM20\*\**, dove \*\* sono le due cifre che specificano l'anno cui si riferisce<sup>44</sup>. Le suddette variabili binarie sono poste pari a 1 quando l'osservazione è riferita all'anno indicato nel nome della *dummy*.

#### 4.6.3 Gli indicatori di performance

Come primo indicatore di performance è stata costruita la variabile *ROA*, indicante il *return on assets*, indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta. Esso è funzione del margine operativo lordo e del totale delle attività ed è espresso dall'equazione:

$$ROA = \frac{EBITDA}{TOTASSET} = \frac{VALADD - LABCOST}{TOTASSET}$$

Teoricamente andrebbero utilizzati i valori in termini reali, ma ai fini del calcolo non cambia usare i valori nominali in quanto essendo un rapporto, l'indice dei prezzi al consumo si trova al numeratore e al denominatore e non incide sul risultato finale.

Dal punto di vista degli azionisti, che vogliono sapere quanto rende il proprio conferimento, l'indice di performance usato è il *ROE*, ovvero il *return on equity*, l'indice di redditività del capitale proprio. L'espressione indicante la variabile risulta essere:

$$ROE = \frac{RIS\_AZ}{EQUITY}$$

---

<sup>44</sup> \*\* = 00, 01, ... ,16.

Anche per questo indicatore, per quanto riguarda l'utilizzo di termini reali e nominali, vale l'assunzione fatta per il *ROA*.

Un terzo importante indice è quello relativo al rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il suo valore nominale, conosciuto come rapporto *market-to-book*, o *price-to-book* se si ragiona in termini unitari, giungendo allo stesso risultato. Il rapporto viene registrato nell'analisi nella variabile *MKTBOOK*, ed è ricavato dall'espressione:

$$MKTBOOK = \frac{MKT CAP}{EQUITY}$$

Se il rapporto risulta essere maggiore di 1 significa che l'impresa è valutata positivamente dal mercato, che la sopravvaluta rispetto al suo valore contabile. Al contrario, se il *market-to-book* è inferiore ad 1, l'impresa risulta sottovalutata.

# CAPITOLO QUINTO

## LE PROPRIETÀ DEL CAMPIONE

---

### 5.1 INTRODUZIONE

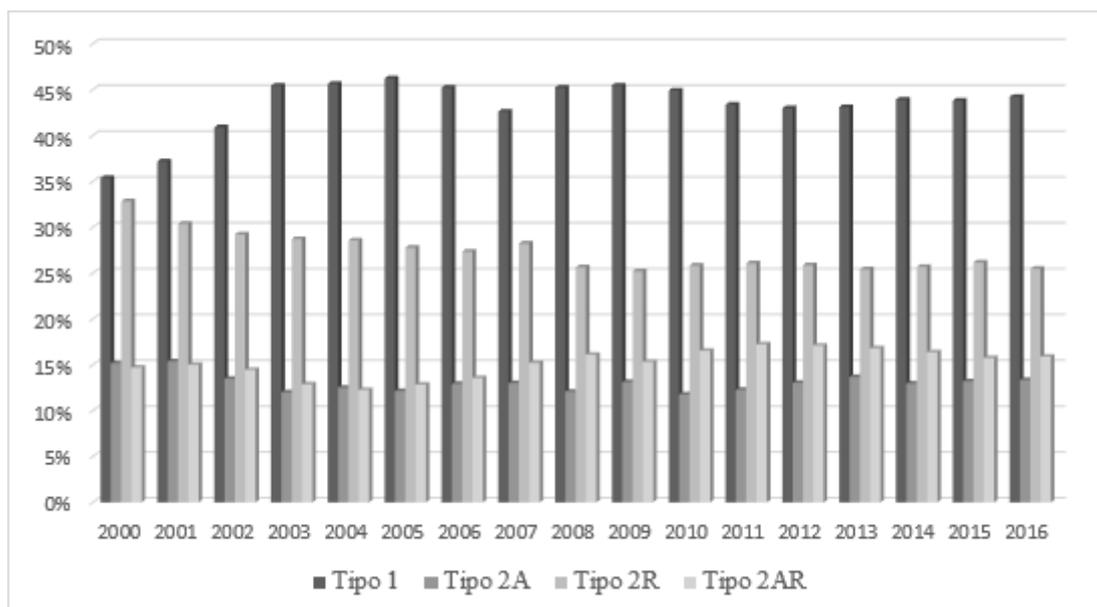
Il primo approccio con il campione è atto a verificare alcune proprietà presentate nei capitoli precedenti, per capire se esso rispecchia effettivamente quanto enunciato sul capitalismo italiano. Dopo una prima panoramica sulle società presenti nel campione, verrà analizzata la struttura proprietaria delle imprese nell'arco di tempo in cui sono state raccolte le informazioni, ovvero dal 2000 al 2016. Per vedere quanto incide in Italia il problema enunciato dalla teoria principale-agente, verrà presentato un paragrafo sulle caratteristiche individuali dei CEO presenti nel database, per vedere i casi in cui egli ricopra anche il ruolo di azionista di maggioranza e quindi sia contemporaneamente principale ed agente<sup>1</sup>. Inoltre, verrà discusso il livello d'indebitamento delle imprese italiane, per esaminare la tendenza bancocentrica italiana, e la composizione della remunerazione dei manager, per vedere quanto incide la parte variabile incentivante sul totale del compenso.

---

<sup>1</sup> Per approfondire l'argomento vedi paragrafo 2 del capitolo primo.

## 5.2 LE SOCIETÀ DEL CAMPIONE

Nel campione di 144 società quotate si trovano 104 imprese manifatturiere, 9 di servizi e 31 *public utilities*. Risulta evidente la grande maggioranza rappresentata dalle imprese manifatturiere in Italia. Analizzando invece i settori di appartenenza, si può notare come l'economia italiana sia ancora dominata da società che non appartengono a settori caratterizzati da alta intensità di investimenti pubblicitari e/o in ricerca e sviluppo (settori dell'industria di tipo 1, secondo la classificazione di Davis e Lyons del 1996<sup>2</sup>). Questa situazione denota una certa arretratezza nel campo dell'innovazione rispetto ad economie di altri paesi europei.



**Tabella 5.1** Percentuali di imprese a seconda della tipologia di industria.

Prendendo in esame la variabile *TYPE* si può quindi affermare che ciò che riporta la letteratura empirica presentata sia effettivamente riscontrato nel campione. L'analisi ha fatto emergere che per ogni anno analizzato la maggioranza delle imprese

<sup>2</sup> Vedi sottoparagrafo 3.3 del capitolo quarto.

appartiene al settore di industria di tipo 1<sup>3</sup>. Tra i settori più innovativi, quelli più rappresentati sono quelli ad alta intensità di spesa in ricerca e sviluppo (industria di tipo 2R<sup>4</sup>), mentre sono compresi tra il 12% e il 17%, per ogni anno, sia le imprese che allocano una parte importante del budget per le campagne pubblicitarie<sup>5</sup>, sia quelle che investono in pubblicità e in attività di ricerca e sviluppo contemporaneamente<sup>6</sup>.

### 5.2.1 Le società STAR

Dal punto di vista dei meccanismi di *corporate governance*, è importante evidenziare i titoli di quali società del database siano negoziati sul segmento STAR (acronimo di segmento titoli con alti requisiti) del Mercato MTA di Borsa Italiana. Il segmento nasce nel 2001 ed è dedicato alle medie imprese<sup>7</sup> con capitalizzazione compresa tra 40 milioni e un miliardo di euro, che per esservi ammesse si devono impegnare a rispettare requisiti di eccellenza in termini di alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa, di alta liquidità e di *corporate governance* (allineata agli standard internazionali).

Essere presenti sul segmento STAR rende i titoli più appetibili per gli investitori, soprattutto per quelli istituzionali, per i quali Borsa Italiana organizza eventi chiamati *STAR Conferences* in cui le società STAR si presentano ad essi nelle piazze di Milano e Londra<sup>8</sup>. L'analisi, effettuata mettendo in relazione le variabili binarie *STAR* e *TYPE*,

---

<sup>3</sup> Variabile *TYPE*=10.

<sup>4</sup> Variabile *TYPE*=22.

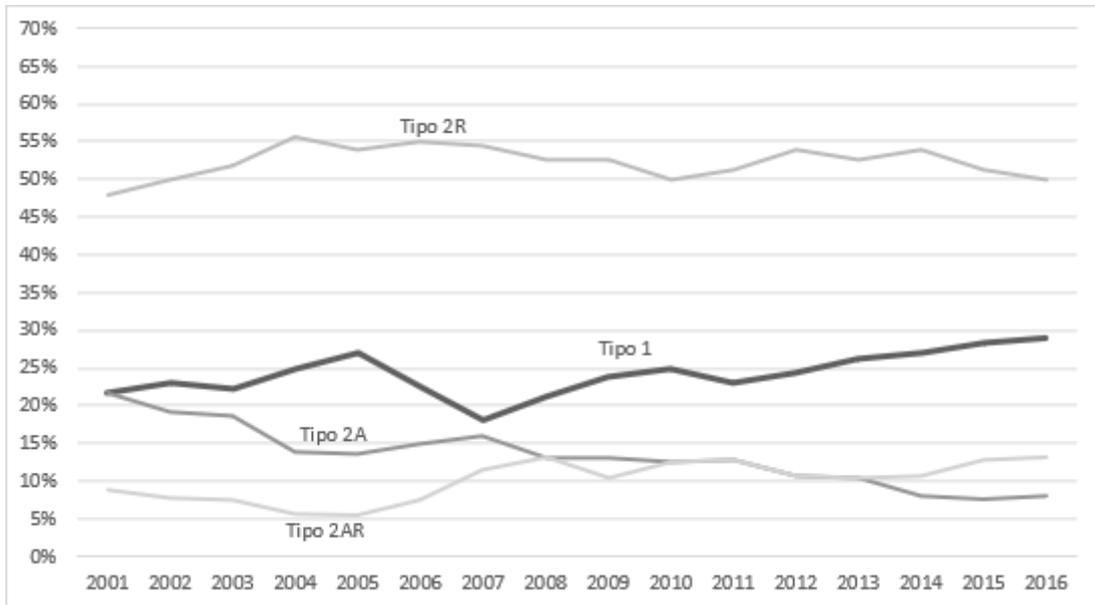
<sup>5</sup> Variabile *TYPE*=21.

<sup>6</sup> Variabile *TYPE*=23.

<sup>7</sup> L'elenco completo dei 72 titoli attualmente negoziati sul segmento STAR si può consultare nell'Allegato C.

<sup>8</sup> Sito di Borsa Italiana: [www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home-star/segmento-star.htm](http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/star/home-star/segmento-star.htm).

mostra come la maggior parte delle società presenti su questo segmento operino in settori ad alta intensità di investimenti in ricerca e sviluppo, ma non pubblicitari.



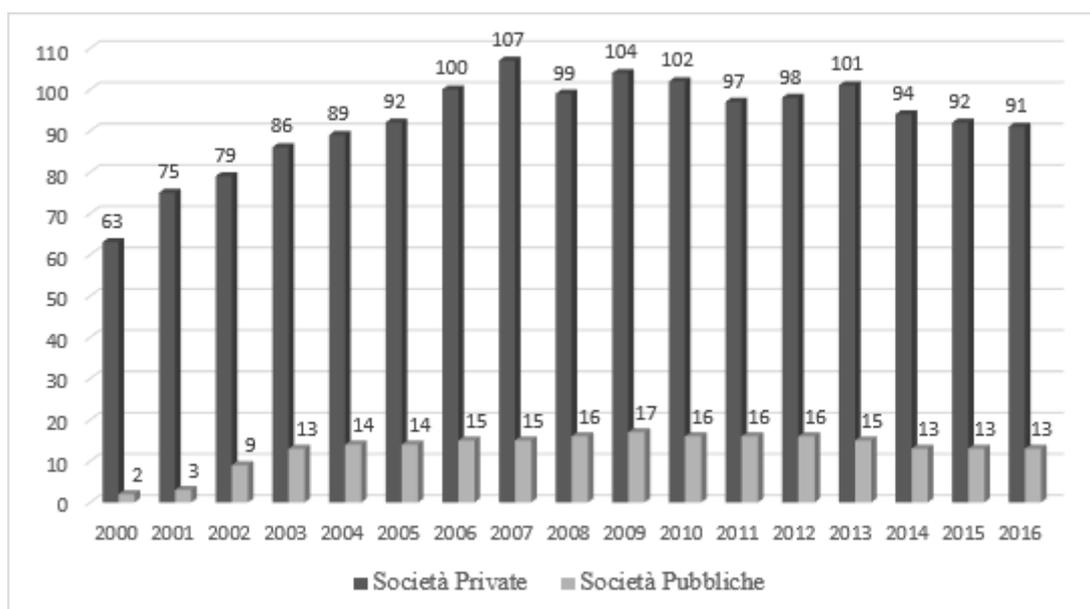
**Tabella 5.2** Percentuali di società STAR a seconda della tipologia di industria.

Siccome l'avvio del settore STAR avvenne nel 2001, non viene considerato ovviamente il 2000 come anno utile per le analisi comprendenti la variabile *STAR*, come invece accade per ogni altra variabile del database.

### 5.3 LA STRUTTURA PROPRIETARIA

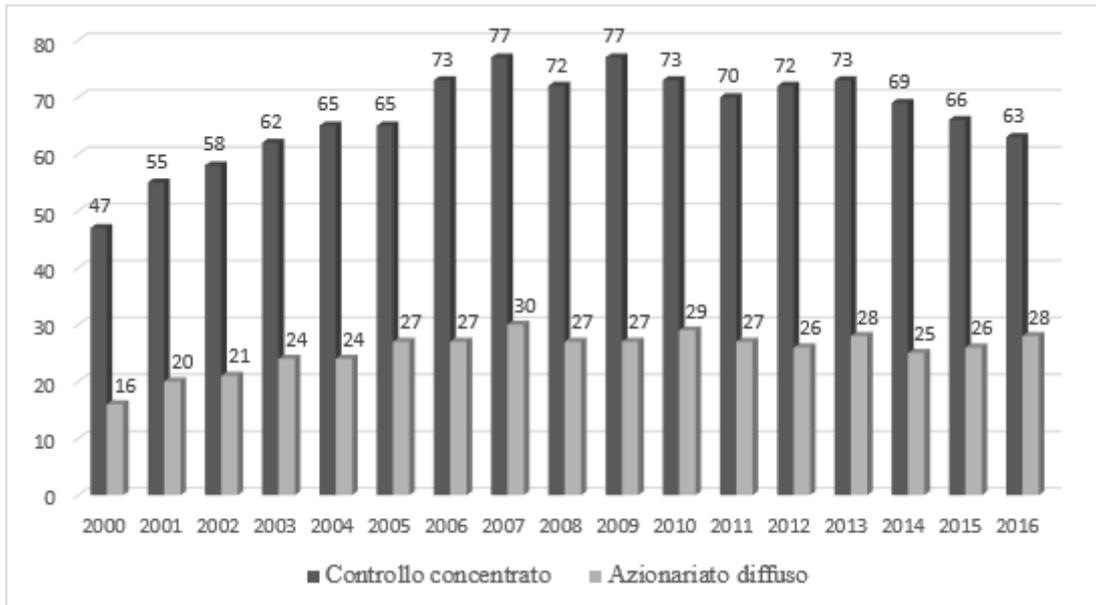
Importante è ora l'analisi sui diversi soggetti che detengono le imprese. Come primo grafico viene presentata la tabella 5.3 riguardante la composizione del campione nell'arco di tempo analizzato, dando risalto alla divisione tra imprese appartenenti a privati e *public companies*. Evidente è la predominanza delle imprese di proprietà privata, ma l'analisi necessita di un approfondimento. Come anticipato, delle 144

società presenti nel database, 104 sono manifatturiere e 9 appartengono al settore terziario, ma di queste 113 solo una, *Finmeccanica*, è di proprietà pubblica. È interessante quindi, per evidenziare l'importante presenza della figura dello Stato nell'economia italiana, notare come le società di proprietà pubblica si concentrino nel settore della pubblica utilità: nel campione sono infatti il 48% di esse.



**Tabella 5.3** Composizione del database.

Per quanto riguarda la proprietà, è anche importante capire se il campione rispecchi la caratteristica diffusione delle società sotto stretto controllo delle famiglie, in accordo con la letteratura sul panorama economico italiano. Dalla tabella 5.4 si evince che il campione rispecchia appieno questa caratteristica. Prendendo in esame le società private, si può notare come, per tutti gli anni, il numero di società sotto il controllo familiare sia sempre superiore al doppio del computo di quelle con un azionariato maggiormente disperso.



**Tabella 5.4** Imprese private a seconda della concentrazione del controllo.

Risulta quindi confermata all'interno del campione la predominanza di società private controllate da un azionista unico o da famiglie, caratteristica peculiare del capitalismo italiano, che comporta una serie di conseguenze ampiamente trattate precedenti capitoli. Le imprese ad azionariato diffuso, in aumento rispetto alla fine del Secolo scorso, rimangono quindi ancora in minoranza tra le società quotate presso la Borsa di Milano.

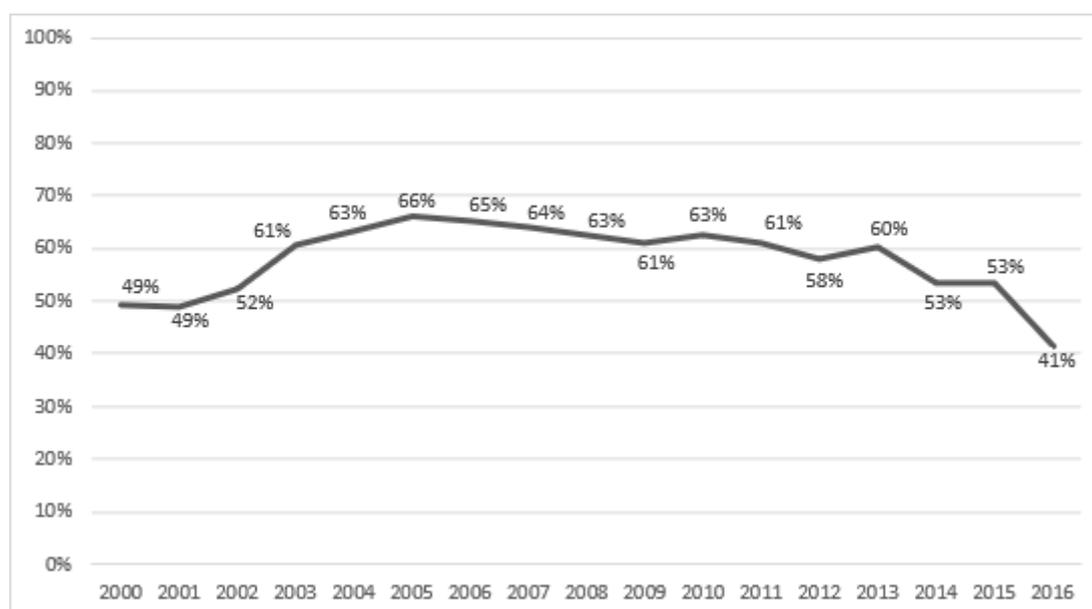
### 5.3.1 Focus sugli investitori istituzionali

Una terza importante caratteristica riguarda la presenza di investitori istituzionali con quote significative all'interno dell'azionariato delle imprese in Italia. Come presentato nel terzo capitolo<sup>9</sup> della presente tesi, la ricerca di Brunello, Graziano e Parigi<sup>10</sup> aveva rilevato come, negli anni Novanta, l'Italia rispetto ad altri paesi europei

<sup>9</sup> Vedi paragrafo 2 del capitolo terzo.

<sup>10</sup> G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *Executive compensation and firm performance in Italy*, in *International Journal of Industrial Organization*, 19, 2001, pagg. 133–161.

non poteva vantare un sistema di investitori istituzionali attivi. Essi, infatti, erano poco presenti come proprietari di quote delle società, e quando lo erano non partecipavano attivamente al controllo della stessa e alle decisioni che la riguardavano, non potendo così fungere da meccanismo di disciplina per gli amministratori.



**Tabella 5.5** Percentuale di imprese con quote controllate da investitori istituzionali.

L'evidenza empirica ha mostrato come nei primi anni 2000, in questo campo, l'Italia abbia avuto un cambio di tendenza. Questo trend si può notare anche con l'analisi del database, i cui risultati sono riportati nella tabella 5.5. Ogni anno, fino al 2005, un numero sempre maggiore di società aveva in circolo azioni sottoscritte da investitori istituzionali. Appare evidente che il trend positivo ebbe una battuta d'arresto e la percentuale rimase praticamente costante, fino agli ultimi anni caratterizzati da un andamento opposto. Nonostante ciò, rispetto agli anni Novanta sono molte le società quotate tra i cui azionisti risulta un investitore istituzionale con una quota di partecipazione superiore alla soglia del 3%. Come discusso, questo aspetto comporta risvolti positivi per la *corporate governance*.

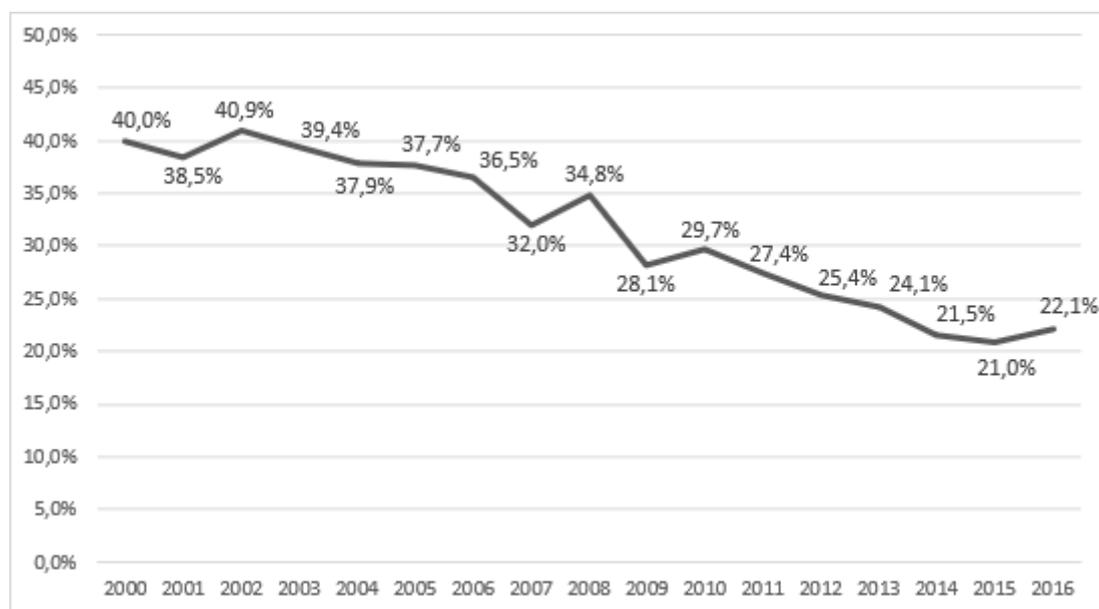
### 5.3.2 Focus sulla struttura dei diritti di voto

Un'ulteriore sfaccettatura, dell'importante argomento sulla proprietà di cui si è tenuto traccia nelle variabili del database, è quella sulla struttura dei diritti di voto. La variabile in esame è denominata *DUAL*<sup>11</sup>, che indica le società che hanno emesso azioni diverse da quelle ordinarie, adottando quindi una struttura dei diritti di voto che devia da quella conosciuta come *one share-one vote*, caratterizzata appunto dall'emissione di sole *azioni ordinarie*. Queste ultime si possono considerare le azioni "classiche", che rappresentano una quota di capitale di una società ed attribuiscono ai loro possessori il diritto di voto nelle assemblee e il diritto ai dividendi, proporzionalmente a quante azioni essi detengono, e quindi a quanto hanno conferito. Esse sono strettamente nominative e consentono al sottoscrittore di ricevere la quota di liquidazione nel caso in cui la società venga sciolta. Nelle società che, solitamente in sede di costituzione della stessa, adottano una struttura duale, possono essere emesse categorie di azioni diverse da quelle ordinarie. Le principali tipologie, o classi, sono tre. Le *azioni privilegiate*, che non consentono ai detentori di votare durante le assemblee, ma conferiscono loro un privilegio in fase di distribuzione degli utili, rispetto a quanto riceverebbero con una quota identica di azioni ordinarie. Le *azioni di risparmio*, anch'esse senza diritto di voto ma conferenti privilegi sulla distribuzione degli utili e, in particolare, danno diritto ad un dividendo minimo del 5% del valore nominale dell'azione (se tale soglia venisse superata, vi è l'obbligo di ripartire gli utili in modo che i possessori di tali azioni ricevano un dividendo per azione superiore a quello delle azioni ordinarie di almeno il 2% del valore nominale dell'azione stessa). Infine, le *azioni di godimento*, che vengono emesse quando la società riduce il capitale

---

<sup>11</sup> Vedi sottoparagrafo 3.2 del capitolo quarto.

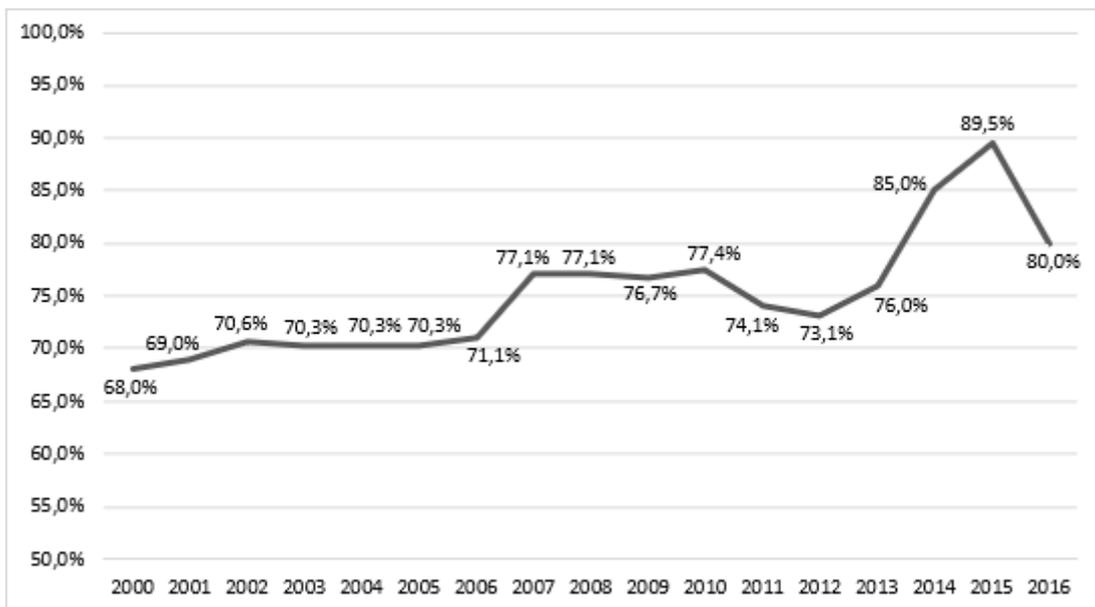
sociale, di cui non costituiscono una parte, e attribuiscono al possessore il diritto a partecipare alla ripartizione degli utili e del patrimonio, in caso di scioglimento della società, dopo che le altre azioni sono state integralmente rimborsate.



**Tabella 5.6** Percentuale di imprese con struttura duale dei diritti di voto.

Nell'arco di tempo analizzato, la percentuale di società caratterizzati da una *dual class* si è quasi dimezzata, passando dal 40% del 2000 al 22,1% del 2016. Questo andamento è in linea con quanto predetto dalle teorie manageriali di fine XX Secolo. In esse vi era teorizzato che l'unica struttura ottimale che potesse garantire un efficiente mercato per il controllo delle imprese, e quindi di conseguenza che potesse massimizzare il valore della stessa, fosse la struttura *one share-one vote*, che funge quindi da disciplina degli incentivi per chi vuole il controllo. Qualsiasi deviazione avrebbe comportato inefficienze, principalmente perché avrebbero facilitato il trasferimento del controllo quando non sarebbe dovuto avvenire (ovvero quando esso passerebbe nelle mani di un manager "incapace", che non tende a massimizzare il valore dell'impresa ma i benefici privati del controllo), e ostacolato quando invece si

sarebbe dovuto verificare (evitando così il passaggio dell'impresa nelle mani di un manager "capace")<sup>12</sup>. Secondo queste teorie, non sarebbe servito obbligare ad emettere solamente azioni ordinarie, perché gli aggiustamenti spontanei del mercato avrebbero fatto deviare le imprese verso la struttura *one share-one vote*, e dalla tabella 5.6 questa tendenza sembra confermata.



**Tabella 5.7** Percentuale di imprese private con struttura *dual class* che sono anche caratterizzate dalla concentrazione del controllo.

Approfondendo il tema della struttura dei diritti di voto, è interessante notare come, anche nei diciassette anni analizzati, risulti ancora attuale quanto rilevato da una ricerca del 1994 dell'economista Luigi Zingales: in Italia la concentrazione del controllo è superiore nelle società con due classi di azioni, rispetto alla già elevata media italiana<sup>13</sup>. Come evidenziato dalla tabella 5.7, in ogni anno, una percentuale

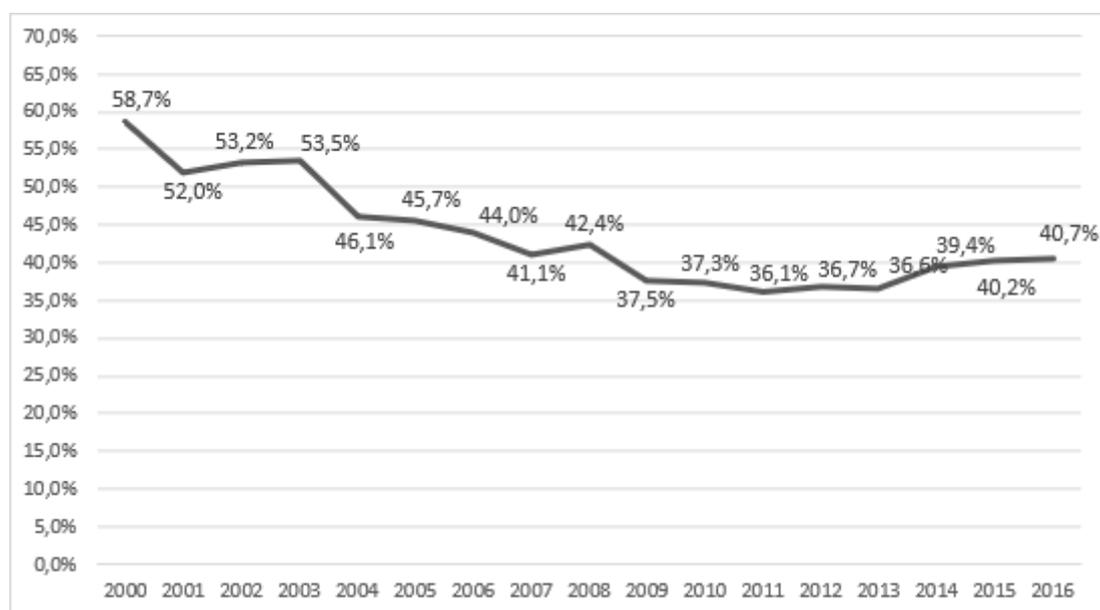
<sup>12</sup> S. J. GROSSMAN, O. D. HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 20, Princeton, 1988, pagg. 175-202.

<sup>13</sup> L. ZINGALES, *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, in *The Review of Financial Studies*, 7, Oxford, 1994, pagg. 125-148.

molto alta di società, con in circolazione azioni diverse da quelle ordinarie, ha un azionariato concentrato.

#### 5.4 CARATTERISTICHE INDIVIDUALI DEI CEO

Nelle società quotate presso la Borsa di Milano di proprietà privata, nei primi anni analizzati, era molto frequente che proprietà e controllo coincidessero, in accordo con la letteratura empirica sul panorama italiano degli anni precedenti. In alcuni casi l'imprenditore che detiene la quota maggiore tra gli azionisti dell'impresa risulta essere lui stesso l'amministratore delegato, accentrando su di sé la proprietà e il controllo dell'impresa. In altri casi, l'azionista di maggioranza non è anche il CEO, ma lo è un suo parente stretto, situazione che di fatto causa lo stesso accentramento.



**Tabella 5.8** Percentuale di imprese private in cui coincidono proprietà e controllo.

La variabile che tiene conto di questa importante informazione è quella denominata *FAMCEO*<sup>14</sup>. Il trend risulta però essere negativo. In Italia, negli ultimi anni, si tende quindi a separare maggiormente proprietà e controllo. Tale separazione genera da un lato problemi e costi d'agenzia ma anche i benefici<sup>15</sup>, rendendo ancora più importante la scelta della struttura incentivante del manager, per far sì che la massimizzazione dei suoi interessi verta verso la massimizzazione del valore dell'impresa e quindi degli interessi degli azionisti.

Un'altra variabile che può essere utilizzata per un'analisi in questo campo è la booleana *INT\_HIRING* combinata con *TENURE*<sup>16</sup>. Mettendo in relazione queste due variabili si è potuto vedere come nel 58,73% dei casi di *turnover* del *management*, venisse affidato il compito di nuovo amministratore delegato ad una persona che già ricopriva un altro ruolo all'interno dell'impresa stessa. Quest'informazione induce a confermare quanto scritto da Brunello, Graziano e Parigi in *Executive compensation and firm performance in Italy*, cioè che in Italia la nomina dell'amministratore delegato fosse principalmente basata su contatti personali piuttosto che derivante dalla ricerca del miglior candidato.

#### 5.4.1 Focus su amministratori laureati ed ingegneri

Si è inoltre tenuta traccia della carriera universitaria degli amministratori delegati, segnalando con le variabili binarie *LAUREA* e *INGEGNERE*<sup>17</sup> rispettivamente se il CEO aveva conseguito un qualsiasi tipo di titolo universitario e

---

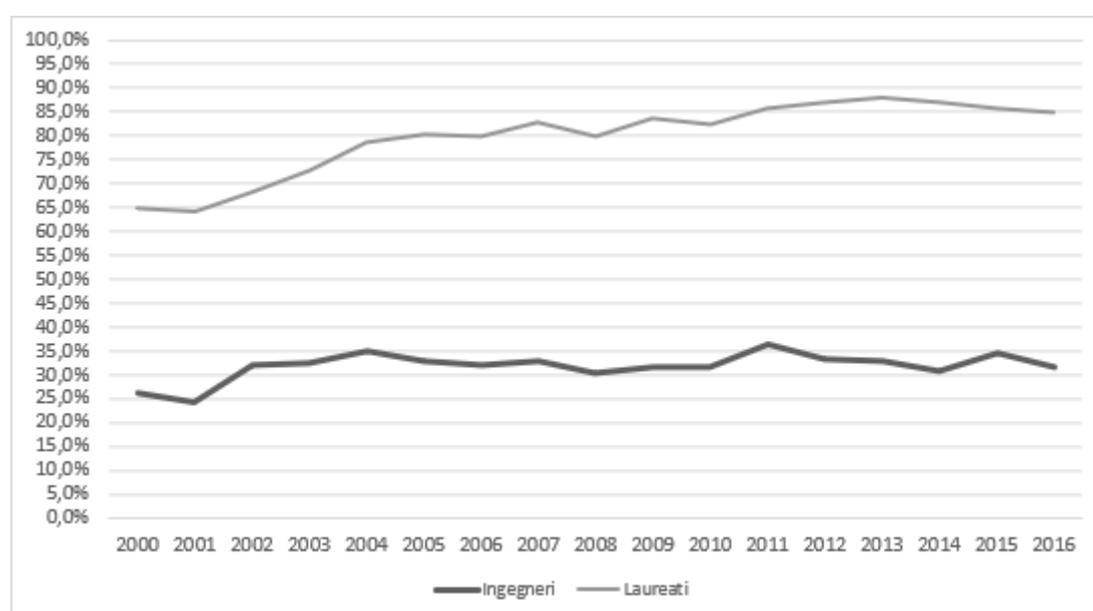
<sup>14</sup> Vedi sottoparagrafo 4.3 del capitolo quarto.

<sup>15</sup> Vedi paragrafo 2 del capitolo primo.

<sup>16</sup> Per entrambe le variabili, vedi sottoparagrafo 4.3 del capitolo quarto.

<sup>17</sup> Per entrambe le variabili, vedi sottoparagrafo 4.2 del capitolo quarto.

se, nel caso specifico, il corso di studi da lui frequentato fosse quello di Ingegneria. La seguente tabella mostra un trend positivo nel numero di laureati (che sono passati dall'essere il 64,4% del totale dei CEO nel 2000, all'84,6% del 2016). Trend riscontrato anche se si guarda al numero dei soli ingegneri (che nel 2000 erano il 24,4% del totale degli amministratori delegati, laureati e non, mentre nel 2016 sono il 31,7%). Questo andamento è dovuto al fatto che nell'88,9% dei casi di *turnover*, il nuovo amministratore delegato risulta essere laureato, generando così un ricambio generazionale verso una classe di CEO che presenta più laureati tra le proprie fila.



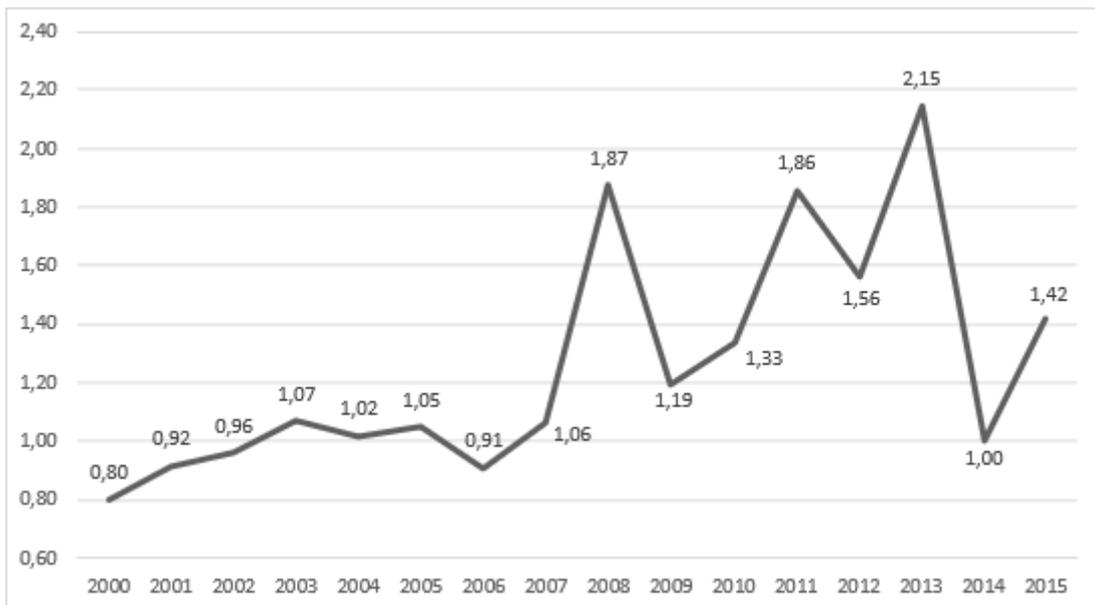
**Tabella 5.9** Percentuale di amministratori delegati laureati e ingegneri sul totale.

## 5.5 IL LIVELLO DI INDEBITAMENTO

Sul sistema bancocentrico italiano si è ampiamente discusso. Questo paragrafo ha il compito di verificare se tale caratteristica sia riflessa anche nelle strutture

finanziarie delle imprese del campione. Ricordando quanto riportato da un'elaborazione dati di Mediobanca del 2013, presentato precedentemente<sup>18</sup>, il debito bancario rappresenta il 60% del debito finanziario totale delle imprese in Italia, percentuale superiore a quelle stimate per gli altri paesi europei. Lo scarso grado di sviluppo del mercato finanziario italiano, inoltre, ha spesso portato le società a preferire, per la raccolta dei capitali necessari a finanziare le proprie attività, il ricorso all'indebitamento piuttosto che al capitale di rischio. Questa caratteristica si nota prendendo in esame il rapporto di indebitamento calcolato come:

$$\frac{D}{E} = \frac{DEBTOT}{EQUITY}$$



**Tabella 5.10** Rapporto D/E anno per anno.

In un sistema *bank-based* che predilige il canale del debito, il rapporto tende ad essere superiore rispetto ad un sistema *market-based*, tipico del mondo anglosassone.

<sup>18</sup> Vedi sottoparagrafo 6.2 del capitolo secondo.

L'andamento di questa statistica risulta molto spezzettato, con frequenti cambi di trend, ma da una panoramica dei 17 anni analizzati si può confermare come anche nel database la caratteristica tendenza al debito finanziario e quindi bancario sia presente. Il rapporto è invece minore se si considerano le imprese pubbliche, che meno necessitano dell'aiuto bancario, andando da un valore minimo registrato nel 2000 di 0,38 ad un valore massimo di 1,33 nel 2014.

## 5.6 COMPOSIZIONE DEL COMPENSO DEI MANAGER

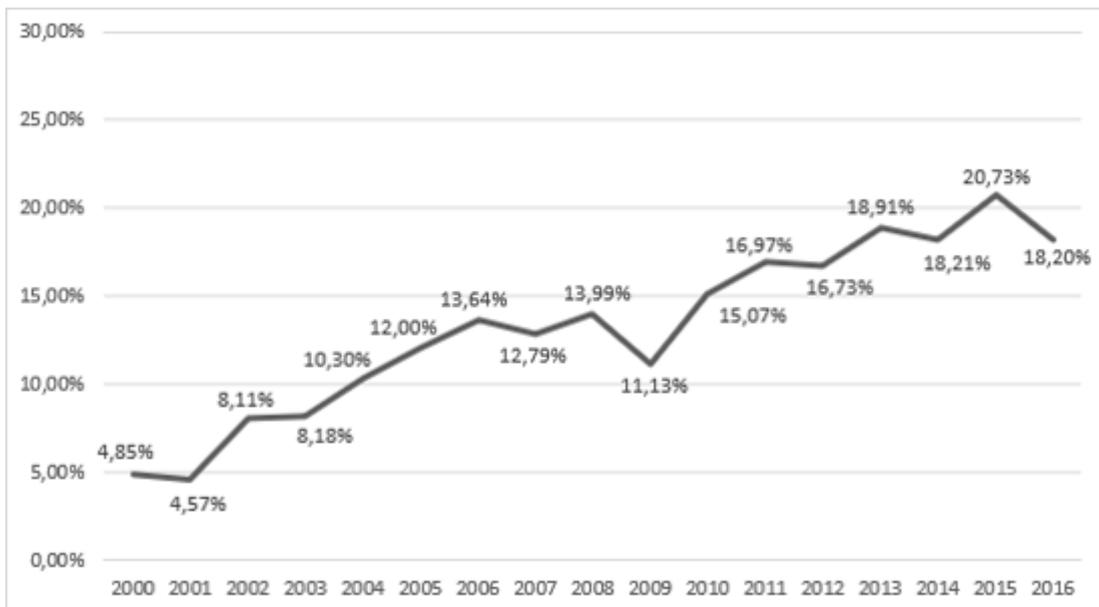
### 5.6.1 La quota incentivante

La ricerca sulle società italiane nel quadriennio 1993-96 condotta dalla società di consulenza anonima e ripresa nell'elaborato *Executive compensation and firm performance in Italy*, aveva messo in evidenza come la parte incentivante incidesse sul totale della retribuzione del manager per il 9%<sup>19</sup>. In questo paragrafo si vuole esaminare questo aspetto ed alcuni altri riguardanti le strutture di compenso dei 307 diversi CEO inseriti nel database. Va subito chiarito che il dato del 9% è la media dell'incidenza degli incentivi nelle società presenti nel campione utilizzato, delle quali solo il 39% era quotato in borsa. Il dato può quindi essere preso come riferimento ma tenendo ben presente la diversa fonte per il calcolo dello stesso. Quanto emerge del campione di 144 imprese è molto significativo riguardo la tendenza a proporre ai manager contratti che presentano una parte sempre maggiore di bonus ed incentivi. La volontà di collegare la remunerazione degli amministratori a performance osservabili

---

<sup>19</sup> Vedi sottoparagrafo 2.4 del capitolo terzo.

e quantificabili risulta quindi evidente. Nel 2000 meno del 5%<sup>20</sup> del compenso derivava dal conseguimento di determinati obiettivi, mentre nel 2016 la parte incentivante del contratto contribuiva per il 18%, con un picco registrato nel 2015 addirittura di poco superiore al 20%.



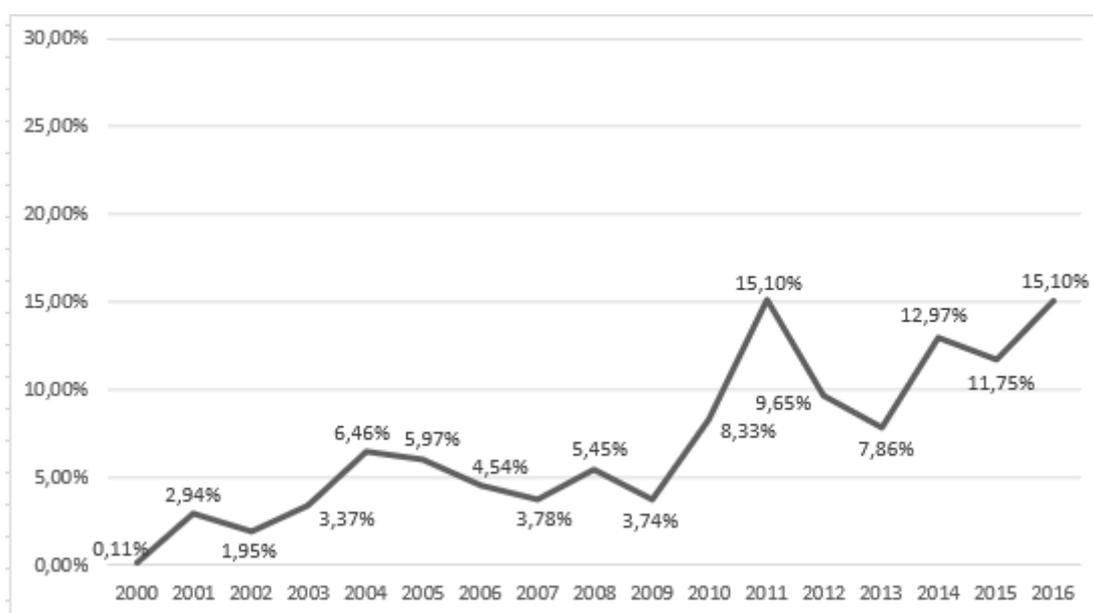
**Tabella 5.11** Incidenza degli incentivi sul totale della remunerazione dei CEO.

Il fatto che sia sempre più importante la frazione di incentivi rispetto al totale del compenso fa sì che l'analisi di quest'argomento risulti quanto mai importante per la conduzione delle imprese operanti in Italia. Prendendo in esame la suddivisione tra società private e pubbliche, per queste ultime risulta più grande la quota di incentivo, mediamente intorno al 22% negli anni dal 2004 in poi, con il picco del 2015 che si assesta poco sotto il 30%.

<sup>20</sup> I valori sono stati calcolati facendo la media su ogni anno del rapporto tra la variabile *BONUS* e la variabile *TOTCOMP*. Per l'approfondimento su di esse vedi sottoparagrafo 4.4 del capitolo quarto.

5.6.2 Focus sulle imprese familiari

Rilevante è l'evidenza derivata dall'aggiunta della variabile *FAMCEO*<sup>21</sup> all'analisi condotta sugli incentivi. Le imprese di proprietà privata, sotto lo stretto controllo di una famiglia, dove il CEO è anche l'azionista di maggioranza o ha un rapporto di parentela con lui<sup>22</sup>, come era lecito attendersi avendo esaminato nel dettaglio la teoria principale-agente<sup>23</sup>, fanno decisamente meno ricorso agli incentivi per disciplinare gli amministratori, rispetto alla media del campione totale. Nonostante ciò, il trend appare comunque positivo anche in questa tipologia di imprese, soprattutto dal 2010 in poi, mentre nei primi anni del nuovo Millennio la quota risultava pressoché nulla.



**Tabella 5.12** Incidenza degli incentivi sul totale della remunerazione dei CEO nelle imprese sotto il controllo delle famiglie.

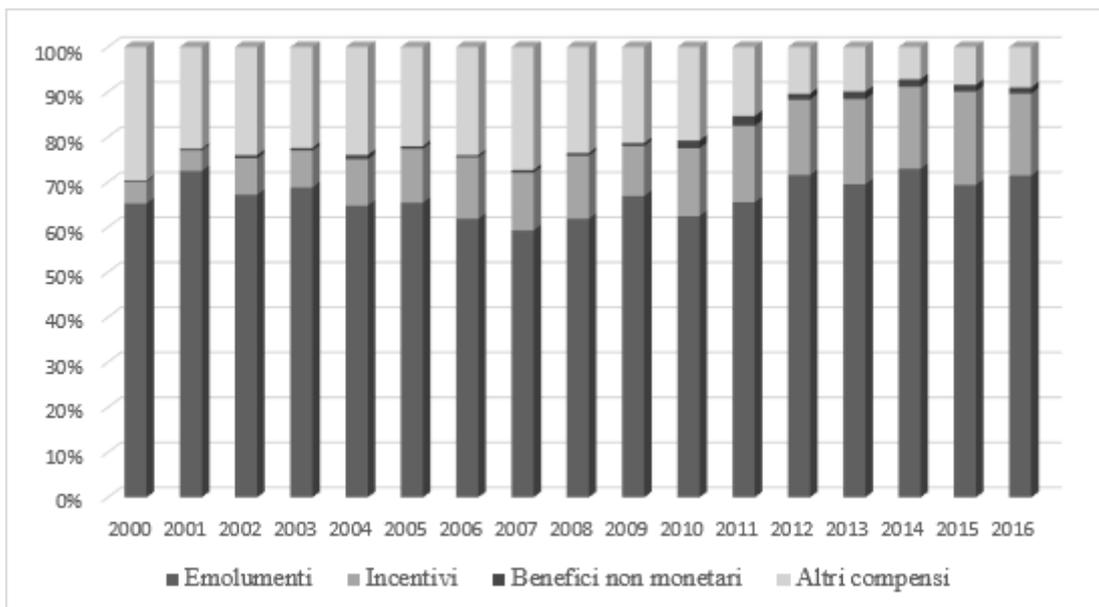
<sup>21</sup> Vedi sottoparagrafo 4.3 del capitolo quarto.

<sup>22</sup> Variabile *FAMCEO*=1.

<sup>23</sup> Vedi paragrafo 2 del capitolo primo.

### 5.6.3 Le quattro voci che compongono la struttura del compenso

Con l'ultimo grafico, riportato in tabella 5.13, si vuole riportare una panoramica della composizione media dei compensi, anno per anno. Si può notare così che a ridursi negli ultimi anni per far spazio alla crescente quota incentivante, non è la parte fissa del contratto, bensì quella relativa agli altri compensi. La quarta voce della struttura di remunerazione<sup>24</sup> dei CEO, registrata nella variabile *OTHER\_COMP*, comprende gli emolumenti per cariche ricoperte in società controllate (quotate e non), le retribuzioni da lavoro dipendente (al lordo degli oneri previdenziali), le indennità di fine carriera, tutte le eventuali ulteriori retribuzioni derivanti da altre prestazioni fornite. Mentre crescente è anche l'incidenza sul totale del compenso dei benefici non monetari.



**Tabella 5.13** Composizione della retribuzione dei CEO, suddivisa nelle quattro voci componenti la struttura del compenso.

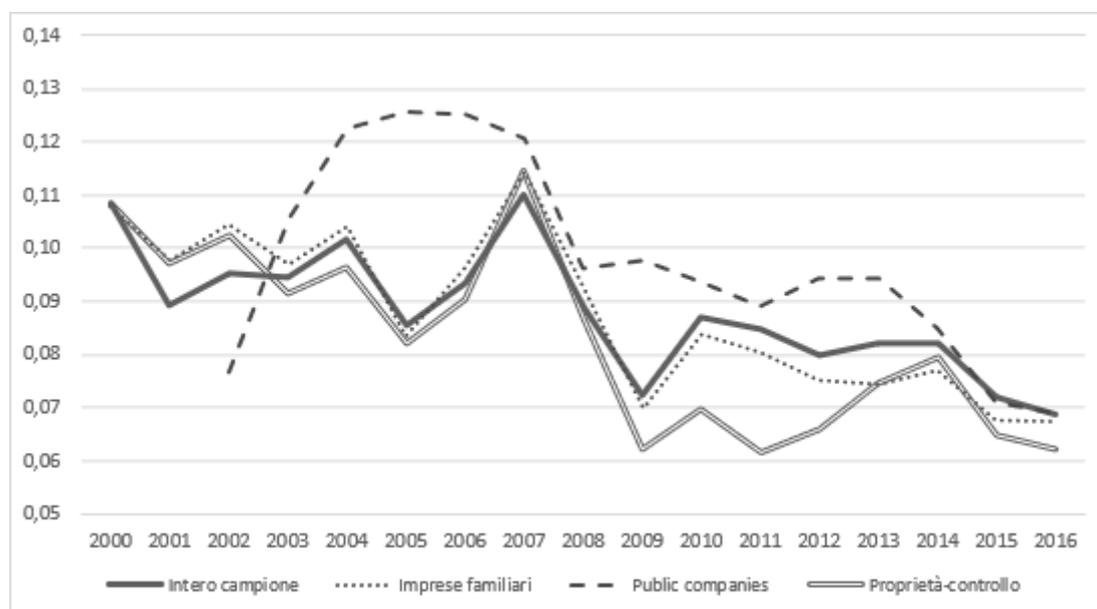
<sup>24</sup> Per uno schema vedi la Tabella A1 dell'Allegato A, mentre per approfondire vedi sottoparagrafo 4.4 del capitolo quarto.

## 5.7 INDICI DI PROFITABILITÀ

L'ultimo aspetto esaminato è quello degli indici di profittabilità, usati come indicatori di performance d'impresa, inseriti nel lavoro per vedere se vi è la correlazione *pay-performance* oggetto di studio del presente elaborato. Gli indicatori analizzati sono il ROA, il ROE e il *market-to-book ratio*<sup>25</sup>.

### 5.7.1 Il Return on Assets

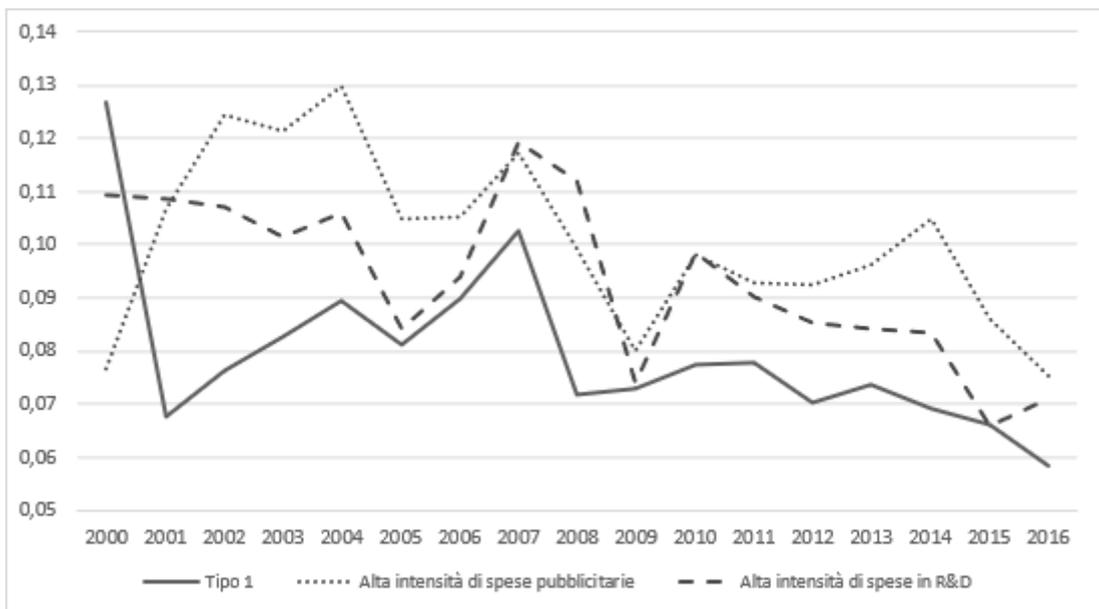
Una prima panoramica viene data confrontando i valori del ROA a seconda di alcune tipologie di *governance*. Nelle imprese sotto stretto controllo delle famiglie l'andamento è in linea con quello generale nei primi anni, per poi scendere leggermente sotto la media nel periodo che va dal 2009 al 2016, calo più marcato nelle imprese in cui il CEO ha un rapporto di parentela con l'azionista di maggioranza.



**Tabella 5.14** Andamento medio del ROA.  
 Imprese familiari: *FAMILY=1*. Public companies: *UTILITY=1*.  
 Proprietà-controllo: *FAMCEO=1*.

<sup>25</sup> Per approfondire i tre indici vedi sottoparagrafo 6.3 del capitolo quarto.

Per quanto concerne le *public utilities*, non vengono considerati i dati del 2000 e del 2001 perché rispettivamente calcolati su una e sei imprese, quindi non statisticamente rilevanti. Per buona parte del periodo esaminato, il ROA di queste società risulta decisamente maggiore rispetto al dato medio generale, ma negli ultimi anni si assiste ad una convergenza verso la media dell'intero campione.



**Tabella 5.15** Andamento del ROA a seconda dell'intensità di spese pubblicitarie e in attività di ricerca e sviluppo.

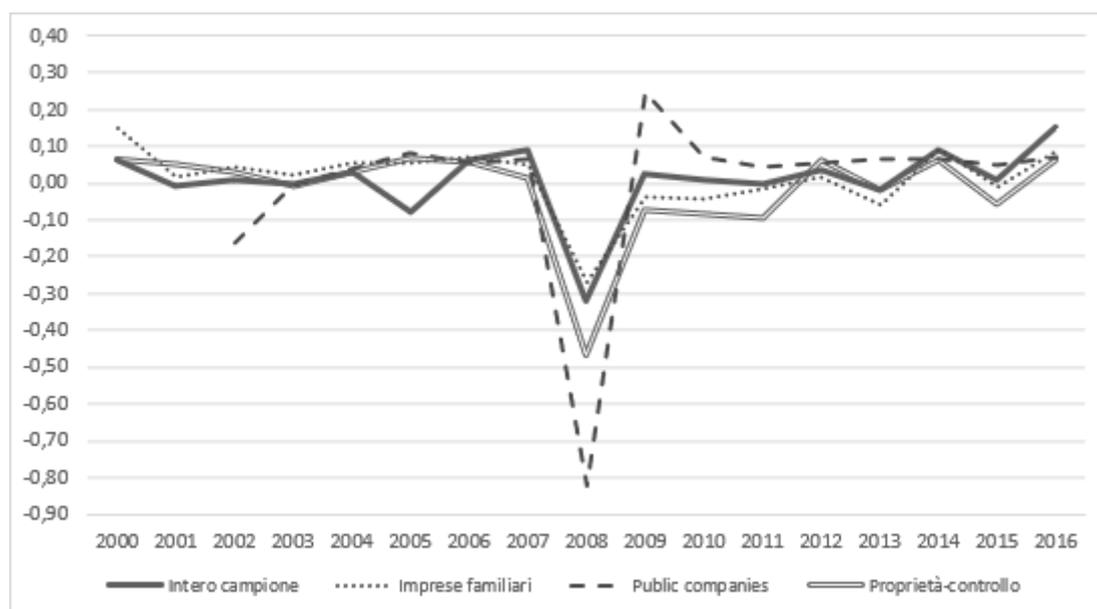
Più variegata risulta l'andamento del *return on assets* se si calcola separatamente per le tipologie di industrie presenti nel database<sup>26</sup>. Per questa analisi si è deciso di non considerare le quattro categorie precedentemente descritte, ma di accorpare le imprese appartenenti a settori di tipo 2AR sia in quelle di tipo 2A che in quelle di tipo 2R, per analizzare l'andamento del ROA in funzione dell'intensità di spese in pubblicità e in funzione di quella in ricerca e sviluppo, perciò le suddette imprese presentano appunto entrambe le caratteristiche. Nonostante la premessa di maggiore dispersione, ciò che

<sup>26</sup> Vedi sottoparagrafo 3.3 del capitolo quarto.

appare è un indice di profittabilità sulle attività più basso per le imprese a bassa intensità di investimenti in pubblicità e in attività di ricerca e sviluppo (industrie di tipo 1), mentre è mediamente sempre più alta, per quelle società che appartengono a settori più innovativi, con ulteriore risalto per le imprese ad alta intensità di spese in pubblicità. Si può quindi affermare che un ritorno maggiore si ha nelle società che investono di più.

### 5.7.2 Il Return on Equity

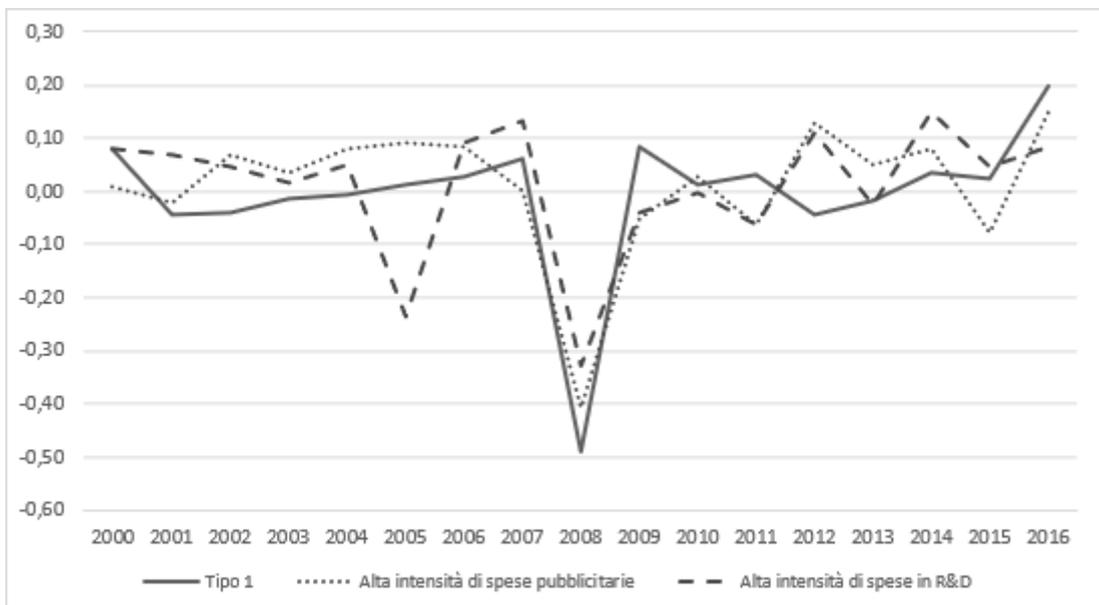
Anche per il rendimento del capitale proprio, l'analisi segue i medesimi step di quella effettuata per l'indicatore precedente.



**Tabella 5.16** Andamento medio del ROE.  
 Imprese familiari: *FAMILY=1*. Public companies: *UTILITY=1*.  
 Proprietà-controllo: *FAMCEO=1*.

Nella tabella 5.16, anche per il rendimento del capitale proprio, viene riportato l'andamento medio per l'intero campione e quello specifico di imprese sotto il controllo delle famiglie e delle *utilities*. Dal grafico emerge chiaramente l'impatto che

la crisi immobiliare statunitense del 2007 ebbe sull'economia mondiale e quindi anche su quella italiana. Si può infatti notare come il picco negativo si registri nel 2008, l'anno dopo la crisi finanziaria, quando il valore medio del ROE risultava fortemente negativo per tutte le imprese del campione. Focalizzando l'attenzione sulle imprese di pubblica utilità, non considerando i primi due anni perché rappresentati da 1 e sei società, il ROE risulta stabile negli anni, compreso tra 0,0 e 0,1, eccezion fatta per alcuni rari *outlier*. Oltre al già citato 2008, anno in cui l'impatto della crisi nelle *public utilities* risultò addirittura superiore (rispetto alla media dell'intero campione, l'indice negativo è più che superiore del doppio), si discostano dalla media il dato del 2002, quando esse subirono un altro crollo del ROE, e il dato del 2009, in cui vi fu una ripresa superiore rispetto al dato relativo a tutte le imprese.



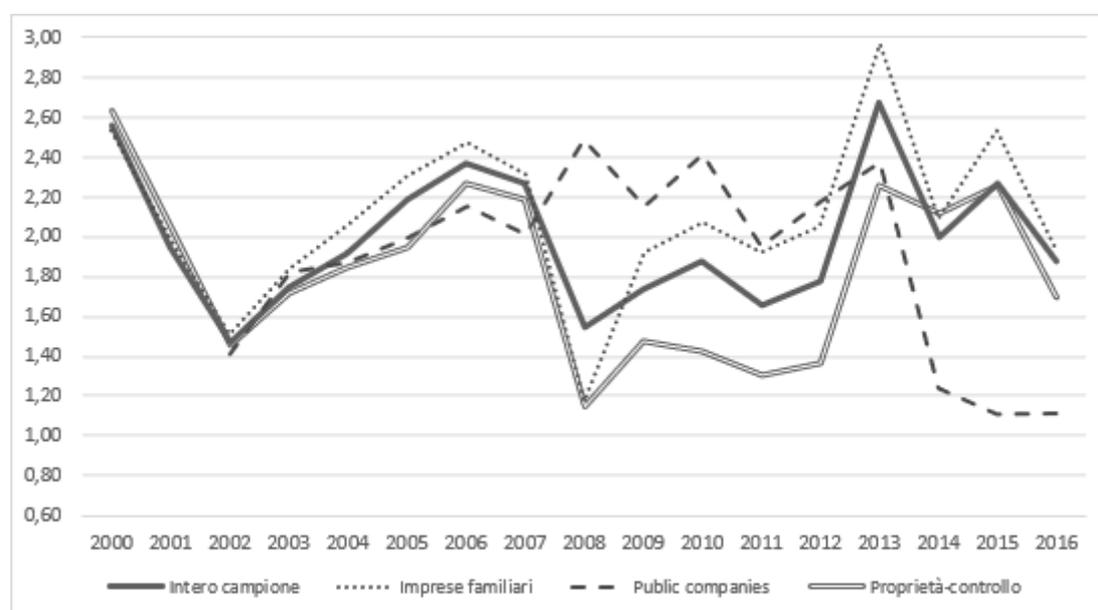
**Tabella 5.17** Andamento del ROE a seconda dell'intensità di spese pubblicitarie e in attività di ricerca e sviluppo.

Passando ora all'analisi settoriale, l'indice relativo al rendimento del capitale proprio delle imprese operanti in industrie di tipo 1 appare meno dispersivo degli altri.

Questi settori si possono infatti considerare affini alla figura del *cash cow*, settori meno profittevoli ma anche dal rischio meno elevato e quindi con rendimenti più sicuri e costanti nel tempo. In tutti i settori si sono registrati gli effetti della crisi del 2008, mentre a differenza del ROA non si può affermare quali tra le imprese ad alta intensità di spesa pubblicitaria e quelle ad alta intensità di spesa in attività di ricerca e sviluppo garantiscano un ROE maggiore.

### 5.7.3 Market to Book ratio

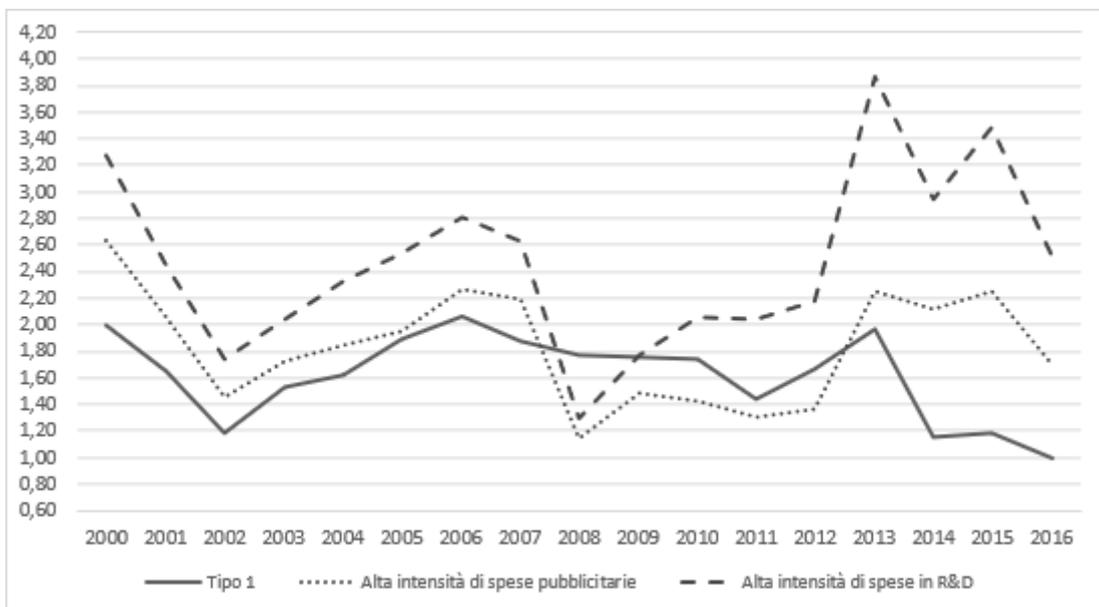
L'ultimo indicatore di performance analizzato è quello che indica come il mercato valuta l'impresa. Si è deciso di utilizzare un indice di *market-to-book* dell'equity. Se l'indice risulta essere maggiore di 1, significa che l'impresa viene valutata più di quanto registrato nei libri contabili, che è rappresentato dal patrimonio netto riconducibile al gruppo, mentre se è minore di 1 essa risulta sottovalutata<sup>27</sup>.



**Tabella 5.17** Andamento medio del *market-to-book ratio*.  
 Imprese familiari: *FAMILY=I*. Public companies: *UTILITY=I*.  
 Proprietà-controllo: *FAMCEO=I*.

<sup>27</sup> Per approfondire vedi sottoparagrafo 6.3 del capitolo quarto.

Anche da questa analisi si possono scorgere gli effetti della crisi immobiliare statunitense del 2007. In quel periodo infatti il valore di mercato delle imprese è crollato e di conseguenza è diminuito anche l'indice *market-to-book*. L'effetto negativo sul valore non sembra invece esserci per quanto riguarda le *public utilities* il cui indice invece crolla nel 2014, facendo registrare un trend diametralmente opposto rispetto a quello delle imprese manifatturiere che invece, dopo la crisi, risulta positivo. Anche in questo caso per le società di pubblica utilità non sono stati considerati i primi due anni del campione. La ripresa post-crisi del 2007 ebbe tassi maggiori nelle imprese sotto stretto controllo delle famiglie, in cui però proprietà e controllo risultavano nettamente distinti. Nelle società in cui invece il CEO era lui stesso l'azionista di maggioranza oppure risultava imparentato con lui, il trend fu positivo ma con tassi inferiori, come si può notare dalla spezzata "Proprietà-controllo" che indica questa tipologia di società.



**Tabella 5.18** Andamento del *market-to-book ratio* a seconda dell'intensità di spese pubblicitarie e in attività di ricerca e sviluppo.

Come ultimo grafico, anche per il *market-to-book* viene riportata la panoramica dell'indice di performance a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. Il valore di indice maggiore, per tutti gli anni ad eccezione del 2008, è nettamente quello medio delle imprese che investono molto in ricerca e sviluppo, confermando come questo aspetto sia visto dal mercato come un notevole valore aggiunto. La crisi di minore intensità del 2002 ha provocato una diminuzione del valore medio dell'indice in tutte le imprese, mentre la forte crisi del 2007 ha intaccato il *market-to-book* delle imprese appartenenti ai settori più innovativi, mentre sembra non incidere su quello delle imprese appartenenti ad industrie di tipo 1, confermando la caratteristica di essere *cash cow*.

# CAPITOLO SESTO

## IL LAVORO DI ANALISI

---

### 6.1 INTRODUZIONE

Questo capitolo si può considerare centrale per l'importanza che ricopre per il raggiungimento degli obiettivi fissati ad inizio lavoro. Dopo aver presentato dettagliatamente variabili e proprietà del database, si è proceduto a presentare gli indici di performance e la composizione della retribuzione degli amministratori delegati. Ora verranno quindi presentati i modelli di regressione, che utilizzano le variabili presentate per evidenziare le relazioni fra loro, e le conclusioni a cui si è giunti tramite essi. Per generare gli *output* della regressione, si è fatto uso di STATA, *software* statistico rilasciato dalla *StataCorp*. La prima versione è datata 1985, mentre quella utilizzata è la numero 13, nonostante attualmente sia disponibile all'acquisto la quindicesima versione, rilasciata nel 2017<sup>1</sup>. Le principali variabili dipendenti inserite nei modelli sono il logaritmo del totale della remunerazione, in termini reali, e la probabilità che avvenga il *turnover* del CEO. L'obiettivo è quello di evidenziare quali siano le determinanti di tali variabili.

---

<sup>1</sup> *Software* scaricabili al sito [www.stata.com](http://www.stata.com).

## 6.2 PANORAMICA DELLE VARIABILI

In questo paragrafo verrà fornita una panoramica dettagliata di ognuna delle variabili del database. Per generare i seguenti *output* si è utilizzata la funzione *mean* del *software* STATA. Nello specifico, vengono riportati i valori medi di ognuna di esse, la deviazione standard e il massimo e il minimo registrato. A corredo delle tabelle vengono riportati e spiegati eventuali vincoli inseriti nell'operazione.

### 6.2.1 Remunerazione dei manager

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
rtotcomp	1002.945	1768.171	65.42056	45000
remolumenti	511.9156	561.5227	0	3868.873
rbonus	268.927	784.1847	0	12576.8
rbnm	9.85636	58.01334	0	1414.8
rother_comp	212.2464	1252.672	0	44810.05
incentive_share	.1390155	.2122887	0	.9989362

Il comando utilizzato per generare la tabella è:

```
mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother_comp incentive_share
if totcomp>60
```

L'unità di misura dei dati sono le migliaia di Euro. Oltre alla variabile in termini reali relativa al totale del compenso, sono state create anche quelle relative alle parti della stessa, per poter effettuare una media comprendente dati di anni diversi. Per evitare di avere dati evidentemente sottostimati che non rispecchiano il vero compenso del manager, è stato inserito il vincolo sul totale nominale, che deve essere maggiore di 60. Questo per evitare che nell'analisi ci siano valori di remunerazione totale inferiori a 5.000 Euro mensili. La numerosità delle osservazioni è risultata essere 1695.

Analizzando poi alcuni casi particolari<sup>2</sup>, soffermando l'attenzione sulle *public utilities*, risulta evidente come il totale della remunerazione dei loro amministratori sia maggiore della media generale (1271.3 contro 1002.9), ma ciò è dovuto principalmente al fatto che esse sono imprese molto grandi: il fatturato reale medio risulta infatti essere quasi 8,5 miliardi di Euro, contro i 3 miliardi della media generale del campione. Come evidenziato dalla presentazione di studi pregressi, è stata appurata la correlazione tra dimensione dell'impresa e remunerazione della stessa, caratteristica che trova riscontro anche nel campione<sup>3</sup>. Di maggiore interesse è invece la quota incentivante sul totale della retribuzione<sup>4</sup>. Essa risulta decisamente più alta nelle *public utilities*, evidenziando quindi un maggiore ricorso agli incentivi in questa tipologia di imprese. Gli emolumenti sono infatti addirittura leggermente inferiori rispetto alla media generale, a fronte dell'aumento del totale.

L'incidenza della parte incentivante nel contratto del CEO è invece minore di quasi tre punti percentuali se si analizzano le imprese familiari. Il compenso totale risulta inferiore alla media ma, specularmente a quanto detto per le *public utilities*, ciò è dovuto al fatto che esse sono decisamente più piccole in termini di fatturato e dipendenti assunti, rispetto alla media del campione. Caratteristiche accentuate ulteriormente nel caso in cui il CEO sia anche l'azionista di maggioranza o risulti imparentato con lui. In questo caso la percentuale media della remunerazione derivante da bonus e incentivi sul totale è solamente del 6,9%.

---

<sup>2</sup> All'interno di questo capitolo verrà riportato solamente l'*output* dell'analisi generale delle variabili. Per consultare i risultati delle operazioni nei casi particolari il rimando è all'allegato C.

<sup>3</sup> Caratteristica dimostrata nella Tabella C4 dell'Allegato C.

<sup>4</sup> La variabile *INCENTIVE\_SHARE* è il risultato del rapporto tra la variabile *BONUS* e la variabile *TOTCOMP*. Essendo un rapporto non c'è bisogno che esse siano espresse in termini reali.

Infine, emergono alcune interessanti considerazioni effettuando la stessa tipologia di correlazione per ognuna delle quattro industrie<sup>5</sup>. Mentre le imprese appartenenti a settori di tipo 1, il più rappresentato all'interno del campione (il 41,34% delle osservazioni), presentano un valore del totale del compenso reale inferiore alla media date le loro minori dimensioni, quelle ad alta intensità di spese pubblicitarie sono caratterizzate da un particolare trend opposto. Nonostante siano mediamente ancora più piccole (fatturato reale medio di 591 milioni di Euro contro l'1,8 miliardi delle imprese di tipo 1 e i 3 miliardi dell'intero campione), il compenso totale reale è in linea con la media generale, dovuto principalmente alla quota fissa, che incide per circa il 66%.

#### 6.2.2 Altre caratteristiche dei CEO

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
turnover	.1297753	.3361505	0	1
int_hiring	.7247191	.4467812	0	1
tenure	7.644944	6.740997	1	39
laurea	.8095506	.392766	0	1
ingegnere	.3219101	.46734	0	1
age	55.60506	9.402658	35	85

Il comando utilizzato per generare la tabella è:

**mean turnover int\_hiring tenure laurea ingegnere age**

Da questa tabella si può osservare che circa nel 13% delle osservazioni si è registrato un cambio di *management*. Dato che risulta in crescita rispetto al periodo antecedente a quello analizzato in questo lavoro. Alla fine degli anni Novanta la

<sup>5</sup> Vedi sottoparagrafo 3.3 del capitolo quarto.

percentuale registrata era infatti circa il 10%<sup>6</sup>. Nel 72,5% delle osservazioni, il CEO risulta essere stato assunto all'interno dell'impresa, nel 81% dei casi è laureato e nel 32% è ingegnere, dati in crescita negli ultimi anni.

### 6.2.3 Caratteristiche dell'impresa

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
privateown	.877095	.3284199	0	1
municip	.0698324	.2549356	0	1
state	.0530726	.224241	0	1
dual	.3106145	.4628745	0	1
star	.3329609	.4714044	0	1
instinv	.5837989	.4930655	0	1
manuf	.722905	.4476889	0	1
tertiary	.0653631	.2472346	0	1
utility	.2117318	.4086499	0	1

Il comando utilizzato per generare la tabella è:

**mean privateown municip state dual star instinv manuf tertiary utility**

L'obiettivo di quest'ultima panoramica è quello di dare un'idea della probabilità di trovare non nulla una delle nove variabili binarie<sup>7</sup> caratterizzanti l'impresa, data un'osservazione (quindi, ad esempio, il valore medio di *PRIVATEOWN* pari a 0.877095 non significa che l'87,71% delle società presenti nel database è di proprietà privata, ma che l'87,71% del totale delle osservazioni è riferito ad impresa privata).

<sup>6</sup> G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, in *Journal of Banking & Finance*, 27, 2003, pagg. 1027–1051.

<sup>7</sup> Per l'approfondimento sulle variabili vedi capitolo quarto.

### 6.3 IL TURNOVER DEI CEO

La relazione tra cambiamento del *management* e performance d'impresa è diventato un importante oggetto di studi a partire dagli anni Sessanta del secolo scorso. Tra i primi lavori in questo campo si possono citare quelli di Oscar Grusky, docente della *University of California, Los Angeles*, datati 1960<sup>8</sup> e 1963<sup>9</sup>, condotti su gruppi di squadre sportive. Da allora, si sono progressivamente affermate tre diverse interpretazioni sulle situazioni di *turnover* del CEO in concomitanza di performance negative. Secondo un'indagine svolta nel contesto americano, un'impresa su quattro reagisce al conseguimento di performance particolarmente negative col cambio del *management*.

La prima interpretazione, chiamata *common sense theory*, vede il cambiamento del CEO come un mezzo efficace per migliorare i risultati economici e finanziari dell'impresa. Questa visione, parte dal presupposto che il CEO, grazie alle sue competenze individuali, sia una figura che fortemente condiziona la performance dell'impresa in cui opera. Inoltre, egli è visto come fondamentale per il cambiamento organizzativo aziendale, soprattutto se proveniente dall'esterno dell'impresa in quanto portatore di una nuova cultura e visione rispetto a quelle che avevano condotto al risultato negativo<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> O. GRUSKY, *Administrative succession in formal organizations*, *Social Forces*, 39, 1960, pagg. 105-115.

<sup>9</sup> O. GRUSKY, *Managerial succession and organizational effectiveness*, *American Journal of Sociology*, 62, 1963, pagg. 21-31.

<sup>10</sup> A. KARAEVLI, *Performance consequences of new CEO Outsiderness: Moderating effects of pre- and post-succession contexts*, *Strategic Management Journal*, 28, 2007, 681-706.

Una seconda interpretazione, conosciuta come *vicious circle theory*, ritiene che il *turnover* del CEO non comporti alcun effetto sull'andamento dell'impresa e che anzi potrebbe addirittura aumentare il rischio di un ulteriore peggioramento. Questo pericolo è dovuto al fatto che il cambiamento rappresenta un fenomeno destabilizzante, che può comportare inefficienza ed ulteriori cali di performance, se la struttura aziendale non si adattasse efficacemente<sup>11</sup>.

Un'ultima teoria, detta del capro espiatorio (*scapegoat approach*), assegna al cambio del CEO un significato simbolico. Esso infatti avviene non perché si pensi sia correlato alla performance, ma per segnalare agli azionisti, scontenti del risultato, che è stato trovato un colpevole e si è cercato di porre rimedio. Anche questa interpretazione, quindi, non contempla la possibilità che il CEO sia in grado di influenzare significativamente i risultati d'impresa. Egli, essendo una sola persona, può infatti essere rimosso senza il rischio di generare effetti negativi dovuti alla discontinuità<sup>12</sup>.

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di verificare se vi sia correlazione significativa tra la variabile *TURNOVER* e le altre del database, se essa sia collegata agli indicatori di performance introdotti e, infine, cercare di fornire una risposta su quale possa essere, tra le tre suddette interpretazioni del *turnover*, quella più supportata da un'analisi econometrica.

---

<sup>11</sup> W. A. GAMSON, N. SCOTCH, *Scapegoating in baseball*, American Journal of Sociology, 70, 1964, pagg. 69-72.

<sup>12</sup> M. C. BROWN, *Administrative Succession and Organizational Performance: The Succession Effect*, Administrative Science Quarterly, 27, 1982, pagg. 1-16.

6.3.1 Correlazione del turnover con altre variabili.

	turnover	typerar	typer	utility	family	famceo	dual	instinv	star
turnover	1.0000								
	1790								
typerar	-0.0231	1.0000							
	0.3294	1790							
	1790	1790							
typer	-0.0044	0.7688*	1.0000						
	0.8527	0.0000	1790						
	1790	1790	1790						
utility	0.0992*	-0.4926*	-0.3563*	1.0000					
	0.0000	0.0000	0.0000	1790					
	1790	1790	1790	1790					
family	-0.1163*	0.1510*	0.0546*	-0.4659*	1.0000				
	0.0000	0.0000	0.0210	0.0000	1790				
	1790	1790	1790	1790	1790				
famceo	-0.1603*	0.1169*	0.0265	-0.3325*	0.5449*	1.0000			
	0.0000	0.0000	0.2619	0.0000	0.0000	1790			
	1789	1789	1789	1789	1789	1789			
dual	-0.0418	-0.0716*	0.0494*	-0.0760*	0.0540*	0.1783*	1.0000		
	0.0767	0.0024	0.0366	0.0013	0.0224	0.0000	1790		
	1790	1790	1790	1790	1790	1789	1790		
instinv	0.0517*	-0.0321	0.0150	0.2268*	-0.4507*	-0.3915*	0.0132	1.0000	
	0.0286	0.1744	0.5261	0.0000	0.0000	0.0000	0.5755	1790	
	1790	1790	1790	1790	1790	1789	1790	1790	
star	-0.0419	0.2774*	0.2750*	-0.2878*	0.2318*	0.0819*	-0.1258*	-0.0985*	1.0000
	0.0764	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0005	0.0000	0.0000	1790
	1790	1790	1790	1790	1790	1789	1790	1790	1790

Il comando utilizzato per generare la tabella è:

**pwcorr turnover typerar typer utility family famceo dual instinv star,  
star(0.05) obs sig**

Come primo aspetto, pare utile capire quali variabili siano correlate alla situazione di cambiamento. Con la tabella che mostra i risultati della correlazione tra la booleana *TURNOVER* e una serie di altre variabili caratteristiche dell'impresa, si vuol mostrare quali di esse influenzino significativamente la probabilità di trovare in un determinato tipo di osservazione un cambio di *management*. La funzione di

correlazione di STATA utilizzata è *pwcorr*. Ad esso sono stati aggiunti i comandi *obs*, *sig* e *star(0.05)*, per l'inserimento, rispettivamente, del numero di osservazioni, del *P-value* e di un simbolo di significatività (un asterisco) che, nello specifico, segnala i valori di *P-value* inferiori a 0.05. La colonna della tabella che va osservata è la prima. Nelle *public utilities* il valore risulta significativamente maggiore, il coefficiente di correlazione tra le variabili *TURNOVER* e *UTILITY* è infatti circa 0.0992 con un *P-value* pari a 0.000. Influenza positiva e significativa, anche se minore, si ha con la variabile *INSTINV*. Nelle imprese in cui proprietà e controllo convergono (*FAMCEO=1*), la probabilità che si verifichi turnover risulta decisamente minore (6,01%) e la correlazione negativa lo dimostra. Il fatto che il coefficiente di correlazione con *FAMILY* sia superiore a quello che c'è con *FAMCEO* (-0.1163 contro -0.1603) dimostra come nelle imprese familiari, in cui però l'amministratore non è né il proprietario né è imparentato con lui, la probabilità che si verifichi il *turnover* è più alta. A dimostrazione di ciò, usando il comando *mean* in queste imprese, il valore medio di *TURNOVER* risulta essere 16,39%. Non è invece significativo il settore in cui opera l'impresa, la struttura dei voti e se l'impresa è presente sul segmento STAR.

### 6.3.2 Modelli di regressione sul turnover

Come prima cosa vengono create le variabili *dummy* che verranno inserite in ogni regressione. Viene riportato come esempio il comando con il quale è stata creata quella relativa al primo anno<sup>13</sup>:

- **generate dum2000 = (year == 2000)**

---

<sup>13</sup> Si è usato lo stesso processo per generare le altre sedici *dummy* temporali.

Per poter verificare se una performance negativa porta effettivamente alla perdita del posto di lavoro del CEO, sono state create altre tre variabili per poter considerare gli indicatori di performance, ROA, ROE e *market-to-book*, relativi all'anno precedente rispetto a quando avviene il *turnover*. I comandi di STATA usati per creare le suddette variabili traslate nel tempo sono:

- **generate roa\_pre=roa[\_n-1] if na>1**
- **generate roe\_pre=roe[\_n-1] if na>1**
- **generate mktbook\_pre=mktbook[\_n-1] if na>1**

La funzione *if* si è resa necessaria poiché il primo anno di osservazione di un'impresa (che coincide con la variabile *NA* pari a 1<sup>14</sup>) non può registrare un valore dell'indicatore di performance dell'anno precedente, perché ovviamente quest'ultimo non è disponibile nel database. Anche le variabili relative alle caratteristiche individuali del CEO subiranno lo stesso processo di traslazione, in quanto sono importanti quelle relative al CEO che è sostituito, mentre se non vi fosse questa traslazione entrerebbero nel modello solo quelle relative a colui che subentra.

Per poter valutare se il *turnover* sia avvenuto in seguito ad un calo di performance, vengono generate una serie di variabili asimmetriche, per ognuno dei tre indicatori, che tengano conto di questa situazione. Esse sono binarie pari a 1 quando l'indicatore di performance dell'anno corrente è minore del valore registrato l'anno precedente, 0 quando vi è trend opposto. Vengono riportati i comandi usati per

---

<sup>14</sup> Vedi sottoparagrafo 3.1 del capitolo quarto.

generare la variabile asimmetrica del ROA, segnalando che lo stesso procedimento è stato utilizzato per gli altri due indicatori di performance.

```
generate asymm_roa=0 if na>1
replace asymm_roa=1 if roa<roa[_n-1]
```

Il processo è quello di creazione di una variabile binaria tramite STATA: si crea una variabile pari a 0 in ogni sua osservazione (in questo caso è stato escluso il primo anno di osservazione per i motivi citati precedentemente), e successivamente, tramite il comando *replace*, si immettono i valori pari a 1, secondo le regole inserite. Anche per queste serie di variabili ne vengono create altrettante ritardate di un'unità di tempo. Anche per esse viene riportato l'esempio del ROA. Per esse, non saranno presenti dati nei primi due anni osservati di ogni impresa.

```
generate asymm_roa_pre=asymm_roa[_n-1] if na>1
```

Quello che si andrà a stimare è un *modello probit*<sup>15</sup>, modello di regressione non lineare utilizzato quando la variabile dipendente è di tipo dicotomico. *TURNOVER* assume infatti solo i valori 0 e 1. L'obiettivo del modello è di stabilire la probabilità con cui un'osservazione può generare uno o l'altro valore. Nel caso analizzato in questo paragrafo, si può presentare il modello secondo la formula generale<sup>16</sup>:

$$\Pr (\text{TURNOVER}_{it} = 1) = \Phi (Z'_{it} \beta)$$

ove  $Z$  è il vettore delle variabili esplicative e  $\beta$  quello dei parametri che spiegano l'influenza che le variabili indipendenti hanno sulla variabile dipendente.

---

<sup>15</sup> Proposto per la prima volta da Chester Bliss nel 1934, fu ampliato l'anno successivo da Ronald Fisher.

<sup>16</sup> Per il modello si è fatto riferimento a G. BRUNELLO, C. GRAZIANO, B. PARIGI, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, in *Journal of Banking & Finance*, 27, 2003.

Per svolgere una regressione che analizzi la probabilità di una variabile binaria, bisogna utilizzare il comando *logit*. I seguenti modelli sono presentati in forma di equazione, supportati poi dalla tabella riportante l'*output* ottenuto, che indica i coefficienti  $\beta_i$  delle variabili dipendenti e della costante che spiegano la variabile dipendente. Per poter raggruppare i dati per impresa e ottenere risultati secondo criteri di robustezza ai problemi di eteroschedasticità, si è usato, il comando *cluster(NFIRM)*.

### 6.3.3 Modelli di regressione del turnover in funzione del ROA

1. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROA}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{PRIVATEOWN}_i + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
2. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROA}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{FAMCEO}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
3. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROA}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{INSTINV}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
4. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROA}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{UTILITY}_i + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 5. \quad \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_GS}_{i,t} + \\
 & \beta_3 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \\
 & \beta_6 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_7 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \\
 & \beta_9 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

La logica seguita nella creazione dei cinque modelli è stata quella di far in modo che ognuno di essi presentasse una diversa categoria d'impresa, insieme a variabili relative al CEO e all'impresa stessa, che da pregresso studio si è pensato potessero spiegare maggiormente l'andamento della variabile dipendente.  $\lambda$  è inserita per tenere conto degli effetti temporali, mentre  $\varepsilon$  rappresenta l'errore di ogni osservazione effettuata al tempo  $t$  per l'impresa  $i$ . Gli asterischi simboleggiano la significatività di ogni singolo dato riportato, secondo le seguenti regole:

- \*  $0,05 \leq P\text{-value} < 0,10$       variabile scarsamente significativa,
- \*\*  $0,01 \leq P\text{-value} < 0,05$       variabile significativa,
- \*\*\*  $P\text{-value} < 0,01$       variabile altamente significativa.

Va sottolineato il fatto che le variabili che variano nel tempo data l'impresa, sono state traslate in avanti di un *time bucket*, per capire se la probabilità di avere il *turnover* al tempo  $t$  sia stata influenzata da tali caratteristiche al tempo  $t-1$ . Innanzitutto, si può notare come il ROA dell'esercizio precedente sia un indicatore che influenza molto la probabilità che ci sia *turnover*, in ognuno dei cinque modelli, in quanto è sempre alto il grado di significatività associato a tale variabile. In particolare, essendo il coefficiente negativo, si può affermare come una performance negativa sulle attività aumenti la probabilità che si giunga ad un cambio del manager. Il Modello 1 e

CAPITOLO SESTO

il Modello 3 non appaiono particolarmente significativi, perciò il fatto di trovarsi in un'impresa privata oppure in presenza di investitori istituzionali sembra non influire.

Variabili indipendenti	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
ROA <sub>1</sub>	-2,55073** (1,040)	-2,86781*** (1,003)	-2,58658** (1,017)	-2,88975*** (1,035)	-3,23253*** (1,136)
ASIMM GS					0,50913*** (0,180)
ASIMM ROA	0,24494 (0,156)	0,26275* (0,155)	0,24954 (0,155)	0,27783* (0,154)	
IMP. PRIVATA	-0,11135 (0,198)				
FAMCEO		-1,00703*** (0,215)			
INV. ISTITUZIONALE			0,17344 (0,168)		
PUBLIC UTILITY				0,47428*** (0,181)	
DUAL SHARE	-0,01193 (0,176)	0,06361 (0,174)	-0,01557 (0,175)	0,01097 (0,173)	0,00795 (0,182)
LEVA FINANZIARIA	0,02431 (0,019)	0,02905* (0,017)	0,02526 (0,019)	0,02448 (0,018)	0,02215 (0,018)
INTERNAL HIRING	-0,63119*** (0,168)	-0,47043*** (0,157)	-0,63686*** (0,160)	-0,57868*** (0,162)	-0,63077*** (0,163)
AGE <sup>2</sup>	0,00022*** (0,000)	0,00025*** (0,000)	0,00022*** (0,000)	0,00024*** (0,000)	0,00024*** (0,000)
TENURE <sup>2</sup>	-0,00199** (0,000)	-0,00122* (0,000)	-0,00199** (0,000)	-0,00180** (0,000)	-0,00229*** (0,000)
LAUREATO	-0,08593 (0,223)	-0,33572 (0,215)	-0,13981 (0,232)	-0,09783 (0,219)	-0,16180 (0,230)
INGEGNERE	0,09752 (0,197)	0,14563 (0,190)	0,11059 (0,198)	0,08663 (0,192)	0,03231 (0,209)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	-9,56890*** (1,190)	-9,56759*** (1,166)	-9,66365*** (1,179)	-9,91746*** (1,168)	-9,36983*** (1,209)
Imprese	144	144	144	144	144
N° di osservazioni	1587	1587	1587	1587	1449

Il secondo Modello, invece, introduce la significativa situazione di collegamento tra il CEO e il gruppo di controllo. Anche in questo caso il coefficiente appare

altamente significativo e negativo. Ricordando che la binaria *FAMCEO* è pari a 1 quando l'amministratore risulta essere lui stesso azionista di maggioranza oppure imparentato con lui, il coefficiente negativo comporta che sia più probabile il *turnover* nei casi in cui non ci sia questo collegamento col gruppo di controllo. È infatti facile immaginare come sia più difficile essere licenziati da un proprio parente. In questo caso appare più significativo l'effetto asimmetrico, perciò la probabilità del cambiamento tende ad aumentare nel caso in cui il ROA sia in calo. Questa caratteristica si trova anche nel Modello 4, che mostra anche come gli amministratori delle *public utilities* rischino significativamente di più un licenziamento. In tutti i Modelli risultano significative altre tre caratteristiche. L'età (elevata al quadrato) ha coefficiente basso e positivo, perciò influenza significativamente ma in misura ridotta la probabilità che la variabile indipendente sia pari a 1: un CEO più anziano è più probabile, di poco, che venga cambiato rispetto ad uno giovane. Sicuramente questo aspetto è condizionato dal numero di manager che lasciano il posto per andare in pensione. Ridotto, ma negativo, è invece il coefficiente della variabile *TENURE*<sup>17</sup> (elevata al quadrato): indica che la probabilità di *turnover* aumenta se il CEO è in carica da poco tempo. Ciò può essere spiegato dal fatto che un manager, che da tanti anni è alla guida di un'impresa, si pensa abbia accumulato esperienza tale da non poter essere sostituito facilmente, riducendo così la possibilità che ciò accada. Inoltre, eventuali performance negative possono essere "perdonate" in funzione dei tanti anni passati in cui si era dimostrato all'altezza delle aspettative degli azionisti. Un manager in carica da poco, che non soddisfa appieno questi ultimi è più facile che venga licenziato. Coefficiente maggiore, anch'esso negativo, caratterizza in ognuno dei

---

<sup>17</sup> Vedi sottoparagrafo 4.3 del capitolo quarto.

quattro modelli l'influenza esercitata dalla variabile *INT\_HIRING*<sup>18</sup>. Un manager che prima di diventare CEO ricopriva un altro ruolo all'interno dell'impresa, più difficilmente viene licenziato. Si può dedurre una situazione simile a quella riportata con la variabile *TENURE*. Con il Modello 5 si è voluta inserire una variabile binaria che tenesse conto dell'andamento del fatturato, e che quindi fosse pari a 1 quando i ricavi erano in calo rispetto all'esercizio precedente, 0 altrimenti. Si è notato che questa segnalazione incide significativamente sulla probabilità che si arrivi al cambio del *management*: risultando positiva, comporta che una situazione di fatturato in diminuzione può aumentare la probabilità che il manager venga sostituito. In questo modello il coefficiente relativo al ROA del periodo precedente risulta ancora maggiore rispetto a quello degli altri quattro modelli.

In seguito, si è voluto approfondire i tre modelli risultati più significativi (il 2, il 4 e il 5), inserendo tutte le variabili al tempo  $t$  e non più traslate, per vedere in che condizioni è più probabile che sia avvenuto il *turnover* e non più da cosa è scaturito. Il coefficiente del ROA negativo e altamente significativo porta a pensare che il nuovo CEO abbia bisogno di tempo per poter portare benefici in termini di *return on assets*, infatti questa relazione comporta che in periodi di crisi delle performance sia più probabile riscontrare un cambiamento. Non sarebbe stato così nel caso in cui il *turnover* portasse benefici immediati nel *time bucket* in cui si è verificato. I particolari trend riscontrati nelle società con il CEO collegato al gruppo di controllo e nelle *public utilities*, sono confermate anche da questa analisi, i cui risultati sono riportati nella tabella sottostante. È interessante notare come la variabile che tiene conto dell'andamento del fatturato abbia cambiato segno. Se la riduzione di fatturato

---

<sup>18</sup> Vedi sottoparagrafo 4.3 del capitolo quarto.

registrata al tempo  $t-1$  può portare al cambio del CEO al tempo  $t$ , rilevare un aumento di fatturato al tempo  $t$  aumenta la probabilità che nel tempo  $t$  sia avvenuto un *turnover*. Nonostante quindi non si notino miglioramenti nella performance nel momento in cui si verifica il cambio di amministratore delegato, si può affermare, con un buon grado di fiducia, che esso comporti un aumento di fatturato anche nel breve periodo.

Variabili indipendenti	Modello 2	Modello 4	Modello 5
ROA	-2,90611*** (1,054)	-2,86998** (1,107)	-3,48779*** (1,214)
ASIMM GS			-0,46628*** (0,178)
ASIMM ROA	0,06848 (0,160)	0,07595 (0,160)	
FAMCEO	-1,05040*** (0,218)		
UTILITY		0,37770* (0,196)	
DUAL SHARE	0,24885 (0,186)	0,14086 (0,194)	0,18906 (0,203)
LEVA FINANZIARIA	0,03146* (0,016)	0,02823 (0,017)	0,02599 (0,018)
INTERNAL HIRING	-0,80195*** (0,172)	-0,99555*** (0,175)	-1,12953*** (0,174)
AGE <sup>2</sup>	-0,00040*** (0,000)	-0,00040*** (0,000)	-0,00040*** (0,000)
LAUREATO	0,17967 (0,302)	0,36394 (0,285)	0,31136 (0,290)
INGEGNERE	0,31223* (0,175)	0,29010 (0,186)	0,29468 (0,201)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	-0,15859*** (0,525)	-0,53303 (0,529)	-0,11375 (0,523)
Imprese	144	144	144
N° di osservazioni	1575	1575	1435

6.3.4 Modelli di regressione del turnover in funzione del ROE

1. 
$$\text{TURNOVER}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{PRIVATEOWN}_i + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
2. 
$$\text{TURNOVER}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{FAMCEO}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
3. 
$$\text{TURNOVER}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{INSTINV}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
4. 
$$\text{TURNOVER}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROE}_{i,t} + \beta_3 \text{UTILITY}_i + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
5. 
$$\text{TURNOVER}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_GS}_{i,t} + \beta_3 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_6 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_7 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_9 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Per costruire i modelli di regressione in funzione del ROE si è usata la stessa logica della costruzione di quelli in funzione del ROA, precedentemente riportati.

IL LAVORO DI ANALISI

Variabili indipendenti	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
ROE <sub>t-1</sub>	-0,25790*** (0,096)	-0,26187** (0,115)	-0,25842*** (0,098)	-0,26003*** (0,096)	-0,26401** (0,106)
ASIMM GS					0,37654** (0,187)
ASIMM ROE	0,42337*** (0,154)	0,41852*** (0,154)	0,42582*** (0,152)	0,44490*** (0,150)	
IMP. PRIVATA	-0,09686 (0,192)				
FAMCEO		-0,98268*** (0,214)			
INV. ISTITUZIONALE			0,16511 (0,165)		
PUBLIC UTILITY				0,41250** (0,174)	
DUAL SHARE	-0,06804 (0,176)	0,02026 (0,174)	-0,07146 (0,175)	-0,04689 (0,174)	-0,03070 (0,181)
LEVA FINANZIARIA	-0,00540 (0,021)	-0,00089 (0,022)	-0,00405 (0,021)	-0,00459 (0,021)	-0,01504 (0,023)
INTERNAL HIRING	-0,63219*** (0,161)	-0,46956*** (0,154)	-0,63608*** (0,155)	-0,58523*** (0,157)	-0,62908*** (0,156)
AGE <sup>2</sup>	0,00023*** (0,000)	0,00026*** (0,000)	0,00023*** (0,000)	0,00024*** (0,000)	0,00024*** (0,000)
TENURE <sup>2</sup>	-0,00195** (0,000)	-0,00122* (0,000)	-0,00195** (0,000)	-0,00178** (0,000)	-0,00223*** (0,000)
LAUREATO	-0,07304 (0,210)	-0,29544 (0,206)	-0,12545 (0,221)	-0,07949 (0,208)	-0,12736 (0,219)
INGEGNERE	0,09518 (0,198)	0,14363 (0,191)	0,11023 (0,200)	0,08818 (0,195)	0,02185 (0,210)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	-1,05753*** (1,152)	-1,10879*** (1,141)	-1,06663*** (1,149)	-1,09070*** (1,138)	-1,14401*** (1,186)
Imprese	144	144	144	144	144
N° di osservazioni	1607	1607	1607	1607	1467

Presentando brevemente i risultati ottenuti in funzione del ROE, va segnalato come analizzando i risultati dei cinque Modelli valgano praticamente le stesse conclusioni, in termini di trend e significatività, a cui si è arrivati utilizzando il ROA, come indicatore di performance. La differenza maggiore risiede nel coefficiente dell'indicatore stesso, in quanto quello che spiega l'influenza del rendimento del

capitale proprio del periodo precedente, sulla probabilità del *turnover*, è decisamente inferiore rispetto al coefficiente calcolato nelle regressioni in funzione del ROA. Un ROE non soddisfacente, seppur rendendo più probabile il cambio del CEO, è meno influenzante di un ROA basso. Più alto è invece il coefficiente che spiega l'effetto asimmetrico. Si è poi voluto analizzare anche il ROE del periodo  $t$ , ma in questo caso non è risultato significativo.

Variabili indipendenti	Modello 2	Modello 4	Modello 5
ROE	-0,08938 (0,094)	-0,08757 (0,105)	-0,09666 (0,116)
ASIMM GS			-0,28859 (0,187)
ASIMM ROE	0,25511 (0,168)	0,28790* (0,162)	
FAMCEO	-1,01708*** (0,220)		
PUBLIC UTILITY		0,35920* (0,190)	
DUAL SHARE	0,23170 (0,187)	0,11865 (0,195)	0,16608 (0,201)
LEVA FINANZIARIA	0,01518 (0,024)	0,01327 (0,025)	0,01163 (0,027)
INTERNAL HIRING	-0,76003*** (0,171)	-0,94958*** (0,172)	-1,05549*** (0,168)
AGE <sup>2</sup>	-0,00038*** (0,000)	-0,00039*** (0,000)	-0,00038*** (0,000)
LAUREATO	0,18281 (0,310)	0,36142 (0,291)	0,31869 (0,293)
INGEGNERE	0,35857** (0,179)	0,33159* (0,190)	0,34606* (0,200)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	-8,78062*** (1,073)	-10,5867*** (1,061)	-10,745*** (1,060)
Imprese	144	144	144
N° di osservazioni	1596	1596	1456

6.3.4 Modelli di regressione del turnover in funzione del market to book

1. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MKTBOOK}_{i,t-1} + \\ & \beta_2 \text{ASYMM\_MKTBOOK}_{i,t} + \beta_3 \text{PRIVATEOWN}_i + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \\ & \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
2. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MKTBOOK}_{i,t-1} + \\ & \beta_2 \text{ASYMM\_MKTBOOK}_{i,t} + \beta_3 \text{FAMCEO}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \\ & \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
3. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MKTBOOK}_{i,t-1} + \\ & \beta_2 \text{ASYMM\_MKTBOOK}_{i,t} + \beta_3 \text{INSTINV}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \\ & \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
4. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MKTBOOK}_{i,t-1} + \\ & \beta_2 \text{ASYMM\_MKTBOOK}_{i,t} + \beta_3 \text{UTILITY}_i + \beta_4 \text{DUAL}_{i,t-1} + \\ & \beta_5 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_6 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \beta_7 \text{AGE2}_{i,t-1} + \\ & \beta_8 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_9 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$
5. 
$$\begin{aligned} \text{TURNOVER}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{MKTBOOK}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_GS}_{i,t} + \\ & \beta_3 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_4 \text{LEVAFIN}_{i,t-1} + \beta_5 \text{INT\_HIRING}_{i,t-1} + \\ & \beta_6 \text{AGE2}_{i,t-1} + \beta_7 \text{TENURE2}_{i,t-1} + \beta_8 \text{LAUREA}_{i,t-1} + \\ & \beta_9 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Per costruire i modelli di regressione in funzione del *market-to-book* si è usata la stessa logica della costruzione di quelli in funzione del ROA e del ROE.

CAPITOLO SESTO

Variabili indipendenti	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
MARKET TO BOOK <sub>1</sub>	-0,00996 (0,034)	-0,02312 (0,037)	-0,01141 (0,036)	-0,00987 (0,028)	-0,02087 (0,042)
ASIMM GS					-0,38597** (0,191)
ASIMM MKT TO BOOK	0,23680 (0,176)	0,25368 (0,171)	0,23920 (0,175)	0,22169 (0,173)	
IMP. PRIVATA	-0,01908 (0,191)				
FAMCEO		-0,99494*** (0,218)			
INV. ISTITUZIONALE			0,14492 (0,166)		
PUBLIC UTILITY				0,37237** (0,177)	
DUAL SHARE	-0,01745 (0,174)	0,05787 (0,173)	-0,02234 (0,174)	-0,00024 (0,173)	0,00577 (0,180)
LEVA FINANZIARIA	0,03141 (0,019)	0,04001** (0,019)	0,03281 (0,020)	0,03187* (0,019)	0,03515 (0,021)
INTERNAL HIRING	-0,61271*** (0,163)	-0,42233*** (0,156)	-0,60147*** (0,157)	-0,55736*** (0,158)	-0,61064*** (0,158)
AGE <sup>2</sup>	0,00024*** (0,000)	0,00026*** (0,000)	0,00024*** (0,000)	0,00025*** (0,000)	0,00025*** (0,000)
TENURE <sup>2</sup>	-0,00196** (0,000)	-0,00122* (0,000)	-0,00195** (0,000)	-0,00178** (0,000)	-0,00221*** (0,000)
LAUREATO	-0,01479 (0,220)	-0,25082 (0,212)	-0,06662 (0,230)	-0,03293 (0,216)	-0,08127 (0,231)
INGEGNERE	0,10099 (0,201)	0,15323 (0,195)	0,11412 (0,204)	0,09604 (0,199)	0,02691 (0,213)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	-11,5882*** (1,156)	-9,89820*** (1,153)	-11,6248*** (1,166)	-11,8451*** (1,145)	-11,3901*** (1,190)
Imprese	144	144	144	144	144
N° di osservazioni	1607	1607	1607	1607	1449

Il terzo indicatore di performance introdotto presentato in questo elaborato è il *market-to-book*, che indica se un'impresa è sopravvalutata o sottovalutata dal mercato dei capitali. Effettuando la regressione nei cinque Modelli, questo indicatore non risulta però significativo nello spiegare la probabilità che si verifichi il *turnover*.

## 6.4 LA REMUNERAZIONE DEI CEO

La seconda parte dell'analisi riguarda l'altro importante argomento del presente lavoro. Si vuole cercare di capire quali siano le determinanti di tale valore e come esso può variare a seconda di situazioni diverse. Per fare in modo che gli effetti della variazione delle variabili indipendenti, sulla variabile dipendente, siano in termini percentuali, si fa ricorso alla tipologia di regressione non-lineare logaritmica. Per questo motivo, il compenso totale spettante al CEO viene trasformato in una nuova variabile tramite la funzione logaritmica, per poter essere la variabile dipendente in modelli di regressione della tipologia scelta. Perciò, su STATA, si è scelto di usare il comando *xtreg*, il quale supporta le specifiche *cluster*<sup>19</sup> e *fe*. Quest'ultima opzione viene inserita per poter utilizzare stimatori che tengano conto degli effetti fissi.

### 6.4.1 Correlazione tra il totale della retribuzione e altre variabili

L'obiettivo del primo step dell'analisi, seguendo il processo di quella condotta sul *turnover*, è rappresentato dalla creazione di una matrice di correlazione tra la variabile *RTOTCOMP* e altre indicanti caratteristiche del CEO e dell'impresa in cui opera, le quali sono state selezionate in accordo con lo studio teorico alla base di questo lavoro. Nell'*output* vengono evidenziate le variabili correlate significativamente che presentano un *P-value* inferiore a 0.05. Considerando questa soglia, risultano significativamente correlate al compenso totale, espresso in termini reali, le variabili: *TYPERAR*, *TYPER*, *UTILITY*, *RSALES*, *DUAL*, *LAUREA* (positivamente), *MUNICIP*, *FAMILY*, *FAMCEO*, *STAR* e *INGEGNERE* (negativamente).

---

<sup>19</sup> Vedi paragrafo precedente.

CAPITOLO SESTO

	rtotcomp	typerar	typer	utility	privat-n	municip	family
rtotcomp	1.0000						
	1716						
typerar	0.0647*	1.0000					
	0.0073						
	1716	1790					
typer	0.0666*	0.7688*	1.0000				
	0.0058	0.0000					
	1716	1790	1790				
utility	0.0786*	-0.4926*	-0.3563*	1.0000			
	0.0011	0.0000	0.0000				
	1716	1790	1790	1790			
privateown	-0.0286	0.2608*	0.1623*	-0.6140*	1.0000		
	0.2360	0.0000	0.0000	0.0000			
	1716	1790	1790	1790	1790		
municip	-0.0950*	-0.3114*	-0.2394*	0.5287*	-0.7320*	1.0000	
	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000		
	1716	1790	1790	1790	1790	1790	
family	-0.1442*	0.1510*	0.0546*	-0.4659*	0.4945*	-0.3620*	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0210	0.0000	0.0000	0.0000	
	1716	1790	1790	1790	1790	1790	1790
famceo	-0.1325*	0.1169*	0.0265	-0.3325*	0.2911*	-0.2131*	0.5449*
	0.0000	0.0000	0.2619	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	1715	1789	1789	1789	1789	1789	1789
rsales	0.3585*	0.0981*	0.1561*	0.2455*	-0.3022*	-0.0344	-0.2653*
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.1475	0.0000
	1704	1775	1775	1775	1775	1775	1775
empl	0.4318*	0.1218*	0.1894*	0.0828*	-0.1599*	-0.0560*	-0.2529*
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0005	0.0000	0.0182	0.0000
	1704	1775	1775	1775	1775	1775	1775
star	-0.1410*	0.2774*	0.2750*	-0.2878*	0.2248*	-0.1424*	0.2318*
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	1716	1790	1790	1790	1790	1790	1790
age	-0.0364	-0.0493*	0.0454	-0.0662*	-0.0852*	0.0371	-0.0083
	0.1315	0.0371	0.0552	0.0051	0.0003	0.1172	0.7243
	1715	1788	1788	1788	1788	1788	1788
tenure	0.0009	-0.0268	-0.0322	-0.2254*	0.1881*	-0.1503*	0.2399*
	0.9718	0.2583	0.1731	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	1715	1787	1787	1787	1787	1787	1787
dual	0.1008*	-0.0716*	0.0494*	-0.0760*	0.0637*	-0.0939*	0.0540*
	0.0000	0.0024	0.0366	0.0013	0.0070	0.0001	0.0224
	1716	1790	1790	1790	1790	1790	1790
laurea	0.0965*	0.0787*	0.0310	0.0960*	-0.1144*	0.0911*	-0.2453*
	0.0001	0.0009	0.1904	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000
	1709	1781	1781	1781	1781	1781	1781
ingegnere	-0.0563*	-0.0057	0.1333*	0.0541*	-0.0608*	0.0577*	-0.0454
	0.0200	0.8111	0.0000	0.0224	0.0103	0.0150	0.0556
	1709	1781	1781	1781	1781	1781	1781

Il comando utilizzato per generare la tabella di correlazione è:

**pwcorr rtotcomp typerar typer utility privateown municip family famceo  
rsales empl star age tenure dual laurea ingegnere, star(0.05) obs sig**

#### 6.4.2 Modelli di regressione sul totale del compenso del CEO

Anche per questi modelli econometrici si utilizzano le *dummy* temporali create per l'analisi sul *turnover*. Un'altra similitudine è quella di utilizzare gli indicatori di performance al tempo  $t-1$ , per poter capire come una performance, positiva o negativa, abbia influenza sulla retribuzione totale del CEO, nell'esercizio successivo. Per tenere conto della dimensione dell'impresa, viene utilizzato il logaritmo del fatturato, espresso in termini reali. Una novità rispetto all'analisi precedente consiste nell'introduzione di alcune variabili generate dall'interazione di altre due. L'idea di fondo consiste nel seguire i passi di un altro studio econometrico, svolto in questo campo, da parte delle docenti Graziano e Rondi<sup>20</sup>, utilizzando anche nuove variabili non presenti in esso, che possano far emergere nuove sfaccettature. Le variabili di interazione, cinque per il ROA e altrettante per il ROE, collegano la performance al periodo  $t-1$  con le seguenti variabili: *TYPE2*, *TYPE1*, *CONTR\_SHARE\_PRE*, *FAMCEO\_PRE* e *NONFAMCEO\_PRE*. La prima è una binaria pari a 1 quando l'impresa appartiene ad un'industria di tipo 2A, 2R o 2AR, 0 altrimenti. La seconda indica, al contrario, quando l'impresa appartiene a settori di tipo 1. La terza registra la quota dell'azionista di maggioranza al tempo  $t-1$ . La quarta è pari ad 1 se al tempo  $t-1$  il CEO risulta collegato al gruppo di controllo, 0 altrimenti. L'ultima, infine, segue regole diametralmente opposte alla quarta. In ottica di economicità del lavoro, si è deciso di commentare gli *output* solamente dei modelli in funzione del ROA, essendo l'indicatore più significativo per spiegare l'andamento della variabile dipendente<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> C. GRAZIANO, L. RONDI, *The Impact of Product Market Competition and Family Ties On CEO Compensations*, 2018.

<sup>21</sup> Nonostante non siano risultati significativi, gli *output* sulle regressioni dei modelli in funzione del ROE vengono riportati nell'Allegato D per essere consultati.

6.4.3 Modelli di regressione del compenso totale in funzione del ROA<sup>22</sup>

1. 
$$\ln \text{RTOTCOMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \ln \text{RSALES}_{i,t} + \beta_3 \text{TENURE}^2_{i,t-1} + \beta_4 \text{AGE}^2_{i,t-1} + \beta_5 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{LAURATO}_{i,t-1} + \beta_7 \text{FIRMAGE}_{i,t} + \beta_8 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_9 \text{STAR}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
2. 
$$\ln \text{RTOTCOMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ASYMM\_ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \ln \text{RSALES}_{i,t} + \beta_4 \text{TENURE}^2_{i,t-1} + \beta_5 \text{AGE}^2_{i,t-1} + \beta_6 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \beta_7 \text{LAURATO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{FIRMAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{STAR}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
3. 
$$\ln \text{RTOTCOMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TYPE2} * \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 (\text{TYPE1} * \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \ln \text{RSALES}_{i,t} + \beta_4 \text{TENURE}^2_{i,t-1} + \beta_5 \text{AGE}^2_{i,t-1} + \beta_6 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \beta_7 \text{LAURATO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{FIRMAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{STAR}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
4. 
$$\ln \text{RTOTCOMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONTROLLINGSHARE}_{i,t-1} * \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \ln \text{RSALES}_{i,t} + \beta_3 \text{TENURE}^2_{i,t-1} + \beta_4 \text{AGE}^2_{i,t-1} + \beta_5 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \beta_6 \text{LAURATO}_{i,t-1} + \beta_7 \text{FIRMAGE}_{i,t} + \beta_8 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_9 \text{STAR}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$
5. 
$$\ln \text{RTOTCOMP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{ROA} * \text{FAMCEO})_{i,t-1} + \beta_2 (\text{ROA} * \text{NONFAMCEO})_{i,t-1} + \beta_3 \ln \text{RSALES}_{i,t} + \beta_4 \text{TENURE}^2_{i,t-1} + \beta_5 \text{AGE}^2_{i,t-1} + \beta_6 \text{INGEGNERE}_{i,t-1} + \beta_7 \text{LAURATO}_{i,t-1} + \beta_8 \text{FIRMAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{DUAL}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{STAR}_{i,t-1} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

---

<sup>22</sup> Per le assunzioni fatte vedi sottoparagrafo 3.3 del presente capitolo. La variabile *FIRMAGE* è data dalla differenza tra *YEAR* e *FYEAR* e indica da quanti anni è stata fondata l'impresa.

I cinque modelli presentati sottoforma di equazioni, verranno testati in prima analisi per l'intero campione, successivamente nelle imprese sotto stretto controllo delle famiglie, per evidenziarne le peculiarità<sup>23</sup>. Il primo modello testa la variabile dipendente in funzione del ROA del periodo precedente con l'aggiunta delle altre variabili indipendenti riguardanti CEO e impresa. Queste ultime si trovano in ognuno dei cinque modelli. Nel secondo modello viene aggiunta la variabile che tenga conto di eventuali effetti di asimmetria (pari a 1 quando il ROA è in calo. 0 altrimenti). Il Modello 3 mette in relazione i casi relativi ai settori più innovativi, con quelli relativi ai settori dal minor grado di differenziazione del prodotto. Il quarto modello introduce l'interazione tra l'indicatore di performance e la quota dell'azionista di maggioranza. Il Modello 5, infine, analizza i casi dei compensi dei CEO collegati al gruppo di controllo, con quelli dei CEO che invece non sono collegati.

In prima analisi viene presentato l'*output* generato attingendo dall'intero campione di società. La prima evidenza è che una performance positiva nel precedente esercizio può comportare un incremento percentuale del totale del compenso, anche se tale effetto non risulta particolarmente significativo. Il Modello 3 mostra come sia poco più significativo il ROA nelle imprese ad alta intensità di spesa in pubblicità e/o in attività di ricerca e sviluppo, rispetto a quelle operanti in settori di produzione più *standard*. Le variabili dipendenti che risultano più significative sono quelle relative alla dimensione e all'età dell'impresa. Maggiori risultano queste ultime variabili e maggiore sarà il compenso.

---

<sup>23</sup> Degno di nota è il fatto che è stato oggetto di test anche il caso delle *public utilities*, il quale spesso per altre analisi presenti in questo lavoro aveva evidenziato alcune particolarità, ma in questo campo non è stata riscontrata alcuna evidenza significativa. Perciò si è deciso di non riportarlo nella relazione.

CAPITOLO SESTO

	Modello 1	Modello 2 Asymmetric effects	Modello 3 Type 1 vs. Type 2	Modello 4 Controlling share	Modello 5 Famceo vs. Non-Famceo
ROA <sub>t-1</sub>	0,71371* (0,392)	0,68862 (0,418)			
ASYMMROA		0,00248 (0,024)			
ROA <sub>t-1</sub> *TYPE2			0,83542* (0,454)		
ROA <sub>t-1</sub> *TYPE1			0,50890 (0,671)		
ROA <sub>t-1</sub> *CONTROLLINGSHARE				0,00001 (0,000)	
ROA <sub>t-1</sub> *FAMCEO					0,63664 (0,546)
ROA <sub>t-1</sub> *NON_FAMCEO					0,76272 (0,582)
LOG FATTURATO	0,20434*** (0,074)	0,21402** (0,086)	0,20428*** (0,074)	0,20639*** (0,075)	0,20516*** (0,073)
TENURE <sup>2</sup>	0,00037 (0,000)	0,00043 (0,000)	0,00035 (0,000)	0,00037 (0,000)	0,00036 (0,000)
AGE <sup>2</sup>	-0,00002 (0,000)	-0,00003 (0,000)	-0,00002 (0,000)	-0,00002 (0,000)	-0,00002 (0,000)
INGEGNERE	-0,11373 (0,096)	-0,13608 (0,107)	-0,11545 (0,097)	-0,11615 (0,096)	-0,11468 (0,095)
LAUREATO	-0,09404 (0,139)	-0,14196 (0,139)	-0,09688 (0,138)	-0,09602 (0,138)	-0,09693 (0,142)
FIRM AGE	0,03117** (0,011)	0,03028** (0,012)	0,03024** (0,011)	0,03114** (0,012)	0,03085** (0,011)
DUAL SHARE	-0,03067 (0,088)	-0,02178 (0,091)	-0,03291 (0,089)	-0,03469 (0,088)	-0,03004 (0,088)
STAR	0,05098 (0,099)	0,05011 (0,105)	0,04869 (0,099)	0,04933 (0,099)	0,05257 (0,102)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	2,22640** (0,969)	2,19740** (1,046)	2,27240** (0,983)	2,21502** (0,960)	2,22981** (0,971)
Imprese	143	142	143	142	143
N° di osservazioni	1358	1248	1358	1356	1358
R <sup>2</sup> adjusted	0,923	0,922	0,919	0,924	0,922

Lo *step* successivo vuole incentrare l'attenzione sulle imprese familiari. Si nota subito come il ROA al tempo  $t-1$  aumenti di significatività e presenti un coefficiente rilevante. Si può quindi affermare che in questa tipologia di impresa, le buone performance siano premiate con un incremento percentuale della retribuzione. Sono inoltre significativi, seppur con coefficiente minore, gli effetti asimmetrici del ROA. Sono più significativi anche i modelli 3, 4 e 5. Il ROA al  $t-1$  sembra influenzare

positivamente soprattutto nelle industrie di tipo 1, mentre è molto significativo il coefficiente dell'interazione con la quota di controllo, ma il coefficiente nullo ci segnala che essa non dovrebbe influenzare la remunerazione. Nelle imprese familiari perde di significatività la dimensione dell'impresa, rispetto al caso dell'intero campione, mentre rimane molto importante *FIRMAGE*.

	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
		Asymmetric effects	Type 1 vs. Type 2	Controlling share	Famceo vs. Non-Famceo
ROA <sub>1</sub>	1,34667** (0,528)	1,33352** (0,567)			
ASIMM. ROA		0,04855* (0,026)			
ROA <sub>1</sub> *TYPE2			1,03780* (0,568)		
ROA <sub>1</sub> *TYPE1			2,15232*** (0,764)		
ROA <sub>1</sub> *CONTROLLINGSHARE				0,00002** (0,000)	
ROA <sub>1</sub> *FAMCEO					1,03857* (0,537)
ROA <sub>1</sub> *NON_FAMCEO					1,88429* (1,099)
LOG FATTURATO	0,16223 (0,111)	0,13679 (0,112)	0,15359 (0,111)	0,16852 (0,111)	0,16942 (0,105)
TENURE <sup>2</sup>	0,00009 (0,000)	0,00015 (0,000)	0,00016 (0,000)	0,00009 (0,000)	0,00004 (0,000)
AGE <sup>2</sup>	-0,00004 (0,000)	-0,00005 (0,000)	-0,00004 (0,000)	-0,00004 (0,000)	-0,00003 (0,000)
INGEGNERE	-0,10257 (0,138)	-0,12265 (0,141)	-0,10561 (0,134)	-0,10402 (0,138)	-0,11353 (0,135)
LAUREATO	-0,21563 (0,165)	-0,25910 (0,159)	-0,20465 (0,161)	-0,21097 (0,165)	-0,24027 (0,174)
FIRM AGE	0,04919*** (0,015)	0,04932*** (0,015)	0,05298*** (0,015)	0,04873*** (0,015)	0,04843*** (0,014)
DUAL SHARE	-0,05947 (0,107)	-0,05207 (0,103)	-0,04682 (0,107)	-0,06459 (0,104)	-0,05499 (0,104)
STAR	0,13555 (0,148)	0,14168 (0,156)	0,14634 (0,148)	0,13780 (0,145)	0,14892 (0,150)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	2,00510 (1,361)	2,32815* (1,367)	1,93241 (1,342)	1,94993 (1,351)	1,93920 (1,307)
Imprese	94	94	94	94	94
N° di osservazioni	893	821	893	893	893
Rho	0,966	0,968	0,970	0,965	0,965

6.4.3 La quota incentivante della retribuzione

L'ultimo aspetto considerato nel mio lavoro è quello relativo alla parte del contratto collegata a risultati ottenuti. La variabile che indica questo aspetto è quella denominata *INCENTIVE\_SHARE*, precedentemente introdotta, essa è stata generata tramite l'equazione:

$$INCENTIVE\_SHARE = \frac{BONUS}{TOTCOMP}$$

Nel *paper* del 2001<sup>24</sup> veniva riportato come l'incidenza di tale quota fosse intorno al 9% in Italia, ma calcolata su un campione comprendente anche società non quotate. In quest'ultimo paragrafo, si vuole dare una panoramica delle correlazioni che essa presenta, nel campione su cui si è basata la presente tesi, con altre variabili indicanti caratteristiche e performance.

	incent~e	roa	roe	mktbook
incentive_~e	1.0000			
	1716			
roa	0.1312*	1.0000		
	0.0000			
	1666	1735		
roe	0.0578*	0.1611*	1.0000	
	0.0176	0.0000		
	1687	1734	1757	
mktbook	0.0558*	0.2415*	-0.2503*	1.0000
	0.0219	0.0000	0.0000	
	1686	1734	1756	1756

La matrice di correlazione tra *INCENTIVE\_SHARE* e gli indicatori di performance presenta coefficienti positivi significativi con ognuno di essi, ma la maggiore sensibilità sembra essere presente con il ROA.

<sup>24</sup> Vedi secondo paragrafo del capitolo terzo.

Si decide quindi di effettuare un'ultima analisi, in funzione del ROA, per analizzare le determinanti della quota d'incentivo sul totale della retribuzione. Il comando di STATA utilizzato è il seguente:

```
xtreg incentive_share roa rsales tenure2 age2 firmage dual instinv int_hiring  
turnover famceo ingegnere laurea dum20** if rtotcomp>60, fe cluster(nfirm)
```

L'*output* è riportato nella pagina successiva, l'evidenza principale è la conferma che l'incentivo sia collegato positivamente all'indicatore ROA. Il coefficiente di tale sensibilità presenta infatti un *P-value* di 0,047, inferiore quindi alla soglia dello 0,05. Molto significativa positiva è anche la relazione con la dimensione dell'impresa e gli anni di attività della stessa. Leggermente negativo è invece il coefficiente della variabile *TURNOVER*. L'interpretazione potrebbe essere supportata dalla teoria che evidenzia l'avversione al rischio da parte del manager che perciò tenderà a firmare il suo primo contratto nella nuova impresa, in condizioni quindi di forte incertezza, prediligendo una maggiore parte fissa, proprio per mitigare gli effetti negativi di tale situazione. Negativo e significativo è anche il coefficiente della variabile che tiene conto dell'età dell'amministratore. Questo riscontro evidenzia come CEO più giovani siano maggiormente remunerati con contratti che si collegano maggiormente ai risultati.

CAPITOLO SESTO

```

Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   1660
Group variable: nfirm                          Number of groups =   143

R-sq:  within = 0.0831                          Obs per group:  min =    2
        between = 0.0158                          avg   =   11.6
        overall = 0.0166                          max   =   17

                                                F(27,142)      =    7.61
corr(u_i, Xb) = -0.8680                          Prob > F       =    0.0000
    
```

(Std. Err. adjusted for 143 clusters in nfirm)

incentive_~e	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
roa	.2001908	.0999741	2.00	0.047	.002561	.3978206
rsales	4.97e-09	8.41e-10	5.91	0.000	3.31e-09	6.64e-09
tenure2	.0000188	.0000896	0.21	0.834	-.0001583	.0001959
age2	-.0000157	8.96e-06	-1.76	0.081	-.0000334	1.99e-06
firmage	.0071442	.0019832	3.60	0.000	.0032238	.0110646
dual	.0237554	.0306486	0.78	0.440	-.0368312	.0843419
instinv	.001225	.0222042	0.06	0.956	-.0426685	.0451185
int_hiring	-.0107367	.0190889	-0.56	0.575	-.048472	.0269985
turnover	-.042688	.0138142	-3.09	0.002	-.0699961	-.0153799
famceo	-.0289293	.0250157	-1.16	0.249	-.0783807	.020522
ingegnere	-.0178969	.0252045	-0.71	0.479	-.0677214	.0319276
laurea	.0027682	.0318969	0.09	0.931	-.0602859	.0658223
dum2000	0	(omitted)				
dum2001	-.0269588	.018226	-1.48	0.141	-.0629882	.0090706
dum2002	-.005799	.0195076	-0.30	0.767	-.0443618	.0327638
dum2003	-.0142813	.0158893	-0.90	0.370	-.0456915	.0171288
dum2004	-.0113655	.0201304	-0.56	0.573	-.0511595	.0284286
dum2005	-.0014117	.022663	-0.06	0.950	-.0462121	.0433886
dum2006	.0153926	.0229525	0.67	0.504	-.0299802	.0607655
dum2007	-.0028933	.0200099	-0.14	0.885	-.042449	.0366625
dum2008	-.0010999	.0205153	-0.05	0.957	-.0416548	.039455
dum2009	-.0197576	.0189365	-1.04	0.299	-.0571915	.0176763
dum2010	.0088751	.0209432	0.42	0.672	-.0325257	.0502759
dum2011	.010989	.0232615	0.47	0.637	-.0349946	.0569725
dum2012	.001539	.0200148	0.08	0.939	-.0380264	.0411044
dum2013	.0159932	.0204631	0.78	0.436	-.0244586	.056445
dum2014	.0099489	.0184176	0.54	0.590	-.0264592	.046357
dum2015	.0340235	.0194124	1.75	0.082	-.0043511	.0723982
dum2016	0	(omitted)				
_cons	-.2014047	.1005213	-2.00	0.047	-.4001164	-.0026931
sigma_u	.3175789					
sigma_e	.15313125					
rho	.81135853	(fraction of variance due to u_i)				

# CONCLUSIONI

---

L'obiettivo della ricerca presentata in questa tesi era quello di testare, in un campione di 144 società quotate presso la Borsa di Milano, in un periodo che va dal 2000 al 2016, le caratteristiche peculiari del capitalismo italiano. Si è verificata la presenza di una struttura ancora fortemente dipendente dal debito, nonostante il trend degli ultimi anni sia verso la direzione opposta, con il mercato azionario locale in crescita, il quale ad inizio Millennio era uno dei più arretrati dei paesi del G7. La struttura piramidale è ancora tipica dei gruppi industriali italiani. Il 64% delle società del campione risulta sotto lo stretto controllo di una famiglia, percentuale che sale al 78% se si considerano solamente le imprese manifatturiere. Inoltre, quasi il 58% dei CEO operanti in questa tipologia di imprese è strettamente collegato al gruppo di controllo. Le imprese ad azionariato diffuso risultano quindi ancora la minoranza nel panorama italiano.

Il secondo aspetto che si è voluto trattare riguarda la situazione di *turnover* del CEO, ed in particolare si è voluto determinare quali performance e quali caratteristiche fossero più determinanti per questo cambiamento. Nel 13% circa delle osservazioni inserite nel database, si è verificato un cambio di *management*. Il limite principale del campione creato per questo lavoro è dato dal fatto che non si è tenuta traccia dei motivi

che hanno portato a tale situazione. Non vi è, ad esempio, differenza tra un manager licenziato e uno che va in pensione o un altro che lascia il posto di lavoro per aver ricevuto una proposta più remunerativa. La mia ricerca andrebbe quindi implementata in futuro differenziando queste situazioni, anche se l'ostacolo maggiore potrebbe essere rappresentato dalla difficoltà nel reperire tali dati. Il campione si è invece rivelato utile per indicare il ROA come l'indicatore di cui più si tiene conto per arrivare alla decisione di rimuovere un amministratore. Inoltre, ancora una volta, pare evidente come l'accentramento della proprietà influenzi anche tale aspetto. È infatti meno probabile arrivare al cambio dell'amministratore quando egli è vicino all'azionista di maggioranza.

L'ultimo obiettivo era rappresentato dall'analisi del compenso dei 307 amministratori delegati presenti nel campione. Anche in questo caso, l'indicatore migliore si rivela essere il ROA, soprattutto nelle imprese familiari, dove una buona performance porta ad un incremento percentuale della retribuzione totale. Si è inoltre voluto presentare una panoramica delle quattro parti che lo compongono, rilevando come la quota incentivante sia sempre più importante. A tal proposito, l'ultima regressione mostra come quote maggiori di incentivi comportino migliori performance e le imprese più grandi propongano contratti con una parte variabile più importante.

In conclusione, posso affermare che siano state testate tutte le domande di ricerca iniziale, ma l'analisi può essere ulteriormente migliorata con un lavoro di aggiornamento del database, in quanto alcuni aspetti non risultavano significativi anche per bassa numerosità di informazioni. Nuove evidenze possono anche risultare dall'aggiunta di altri indicatori di performance, come il tasso di crescita dei dividendi o del fatturato.



Beneficiario		Opzioni detenute all'inizio dell'esercizio			Opzioni assegnate nel corso dell'esercizio			Opzioni esercitate nel corso dell'esercizio			Opzioni scadute nell'esercizio			Opzioni detenute alla fine dell'esercizio		
		(A)	(B)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Nome e Cognome	Carica	Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio	Scadenza media	Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio	Scadenza media	Numero opzioni	Prezzo medio di esercizio	Prezzo medio di mercato all'esercizio	Numero di opzioni	Numero di opzioni	Numero di opzioni	Prezzo medio di esercizio	Scadenza media	

Tabella A2

Stock option assegnate ai componenti dell'organo di amministrazione, ai direttori generali e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

## ALLEGATO B

Elenco delle 144 società presenti nel dataset dell'analisi. Vengono presentate in ordine alfabetico prima le 133 società manifatturiere e successivamente le 31 *public utilities*. Per ogni società vengono specificati gli anni dei quali è presente l'osservazione nel dataset. Per le società che hanno cambiato denominazione viene riportato il nome attuale. Trova infine spazio nell'ultima colonna il settore di appartenenza della società.

Tabella B1 Le imprese manifatturiere presenti nel dataset

Imprese Manifatturiere	Periodo		Settore
AEFFE	2007	2016	Abbigliamento
AMPLIFON	2001	2016	Elettronico
ANSALDO STS	2006	2016	Prodotti e servizi industriali
ASTALDI	2002	2016	Imprese di costruzione
BASICNET	2000	2016	Abbigliamento
BEGHELLI	2000	2016	Elettronico
BENETTON GROUP	2000	2010	Abbigliamento
BIALETTI INDUSTRIE	2007	2016	Elettrodomestici et.
BIANCAMANO	2009	2016	Servizi pubblici
BIESSE	2001	2016	Meccanico
BOERO BARTOLOMEO	2000	2016	Chimico
BOLZONI	2006	2015	Meccanico
BONIFICHE FERRARESI	2000	2016	Alimentare
BREMBO	2000	2016	Costruzione mezzi di trasporto
BRUNELLO CUCINELLI	2012	2016	Abbigliamento
BULGARI	2000	2009	Pelli e cuoio
BUZZI UNICEM	2000	2016	Prodotti edilizia
CAIRO COMMUNICATION	2000	2016	Stampa Editoria
CALEFFI	2009	2016	Tessile
CALTAGIRONE EDITORE	2000	2016	Stampa Editoria
CARRARO	2000	2016	Costruzione mezzi di trasporto
CEMBRE	2000	2016	Elettrodomestici et.
CEMENTIR	2000	2016	Prodotti edilizia

ALLEGATI

CENTRALE DEL LATTE DI TORINO & C.	2000	2016	Alimentare
CLASS EDITORI	2001	2016	Stampa Editoria
CREMONINI	2001	2007	Alimentare
CSP INTERNATIONAL INDUSTRIA CALZE	2000	2016	Abbigliamento
DAMIANI	2007	2016	Gioielleria e oreficeria
DANIELI & C.	2000	2016	Metallurgico
DATALOGIC	2001	2016	Elettronico
DAVIDE CAMPARI-MILANO	2001	2016	Alimentare bevande
DE LONGHI	2001	2016	Elettrodomestici et.
DELCLIMA	2012	2015	Elettrodomestici et.
DIASORIN	2007	2016	Farmaceutico e cosmetico
DUCATI MOTOR	2000	2007	Costruzione mezzi di trasporto
EL.EN.	2000	2016	Meccanico
ELICA	2007	2016	Elettrodomestici et.
EMAK	2000	2016	Meccanico
FIAT GROUP	2000	2013	Costruzione mezzi di trasporto
FIDIA	2000	2016	Meccanico
FILA	2013	2016	Cancelleria
FILATURA DI POLLONE	2000	2006	Tessile
FINMECCANICA	2000	2016	Costruzione mezzi di trasporto
GEFRAN	2000	2016	Gomma e cavi
GEOX	2004	2016	Pelli e cuoio
GEWISS	2000	2010	Elettronico
GIOVANNI CRESPI	2000	2010	Tessile
GRANITIFIANDRE	2001	2010	Legno e Mobili
GRUPPO CERAMICHE RICCHETTI	2000	2016	Prodotti edilizia
GRUPPO COIN	2006	2009	Abbigliamento
GTECH	2005	2013	Società terziarie
IL SOLE 24 ORE	2007	2016	Stampa Editoria
IMA	2000	2016	Meccanico
IMPREGILO	2000	2016	Imprese di costruzione
INDUSTRIE PININFARINA	2000	2016	Costruzione mezzi di trasporto
INTERPUMP GROUP	2000	2016	Costruzione mezzi di trasporto
IRCE	2000	2016	Gomma e cavi
ISAGRO	2003	2016	Chimico
ITALCEMENTI	2000	2014	Prodotti edilizia
ITTIERRE	2000	2006	Abbigliamento
LA DORIA	2000	2016	Alimentare
LANDI RENZO	2007	2016	Meccanico
LAVORWASH	2000	2006	Meccanico
LUXOTTICA GROUP	2000	2016	Elettronico
MAIRE TECNIMONT	2007	2016	Impianti industriali
MARCOLIN	2000	2012	Elettronico
MARIELLA BURANI FASHION GROUP	2000	2007	Abbigliamento
MARZOTTO	2000	2005	Tessile
MERLONI ELETTRODOMESTICI	2000	2013	Elettrodomestici et.
MIRATO	2000	2008	Farmaceutico e cosmetico
MOLESKINE	2013	2016	Stampa Editoria

## ALLEGATI

MONCLER	2013	2016	Abbigliamento
MONTEFIBRE	2000	2010	Tessile
NEGRI BOSSI	2002	2007	Meccanico
NICE	2006	2016	Meccanico
OLIDATA	2000	2016	Elettronico
PANARIA GROUP	2004	2016	Prodotti edilizia
PERMASTEELISA	2000	2009	Imprese di costruzione
PIAGGIO	2006	2016	Costruzione mezzi di trasporto
PIQUADRO	2009	2016	Pelli e cuoio
PIRELLI & C.	2000	2013	Gomma e cavi
POLIGRAFICA S. FAUSTINO	2000	2016	Stampa Editoria
POLTRONA FRAU	2006	2016	Legno e Mobili
PRIMA INDUSTRIE	2000	2016	Meccanico
PRYSMIAN	2007	2016	Gomma e cavi
RATTI	2000	2016	Tessile
RCF GROUP	2009	2012	Elettrodomestici et.
RECORDATI	2000	2016	Farmaceutico e cosmetico
RENO DE MEDICI	2000	2016	Cartario
RICHARD GINORI	2000	2005	Prodotti edilizia
RONCADIN	2000	2013	Alimentare
SABAF	2000	2016	Meccanico
SADI	2000	2016	Imprese di costruzione
SAES GETTERS	2000	2016	Meccanico
SAFILO GROUP	2005	2016	Elettronico
SAIPEM	2000	2016	Imprese di costruzione
SALVATORE FERRAGAMO	2011	2016	Pelli e cuoio
SARAS	2006	2016	Petroliero
SERVIZI ITALIA	2010	2016	Lavanderia industriale
SNIA	2000	2007	Chimico
SOCOTHERM	2002	2007	Meccanico
SOGEFI	2000	2016	Costruzione mezzi di trasporto
SOL	2000	2016	Chimico
SORIN	2004	2013	Elettronico
STEFANEL	2000	2016	Abbigliamento
TESMEC	2010	2016	Meccanico
TOD'S	2000	2016	Pelli e cuoio
TREVI FINANZIARIA INDUSTRIALE	2000	2016	Imprese di costruzione
TREVISAN COMETAL	2003	2007	Meccanico
VALSOIA	2009	2016	Alimentare
VINCENZO ZUCCHI	2000	2016	Tessile
YOOX	2009	2016	Società terziarie
ZIGNAGO VETRO	2007	2016	Vetro

Tabella B2 Le *public utilities* presenti nel dataset

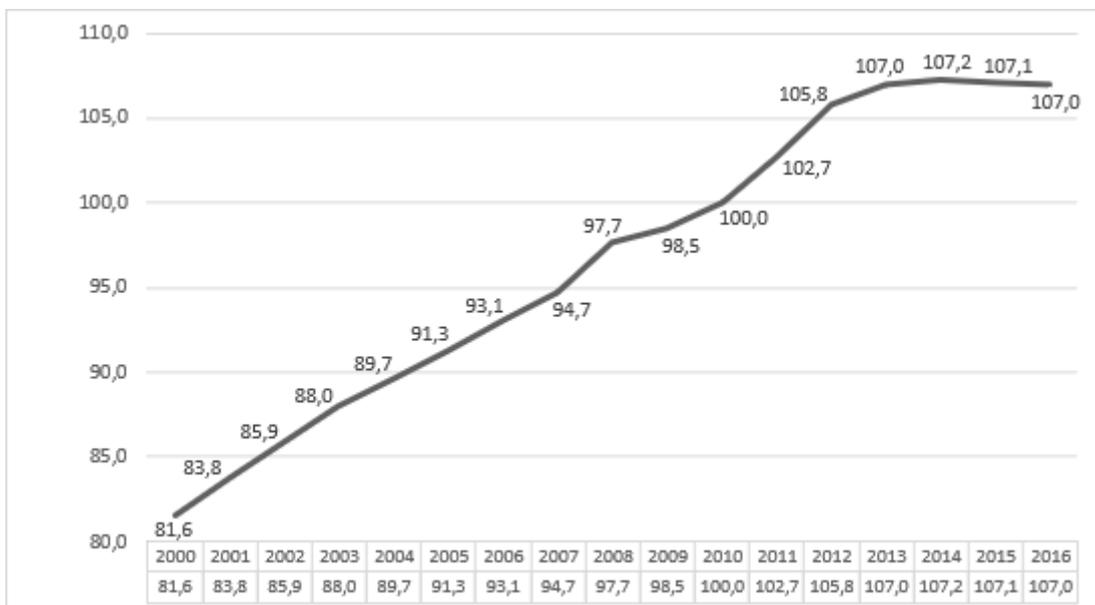
Public Utilities	Periodo		Settore
A2A	2002	2016	Multiutilities
ACEA	2002	2016	Multiutilities
ACEGAS - APS	2003	2012	Multiutilities
ACQUE POTABILI	2003	2013	Acquedotti
ACSM - AGAM	2002	2016	Multiutilities
AEROPORTI DI ROMA	2003	2009	Aeroporti
AEROPORTO DI FIRENZE	2000	2013	Aeroporti
ASCOPIAVE	2006	2016	Energetico
ASTM	2006	2016	Autostrade
ATLANTIA	2003	2016	Autostrade
AUTOSTRADE MERIDIONALI	2009	2016	Autostrade
ENEL	2002	2016	Energetico
ENI	2001	2016	Energetico
ERG	2003	2016	Energetico
EUTELIA	2001	2008	Telecomunicazioni
FALCK RENEWABLES	2003	2016	Energetico
FASTWEB	2001	2010	Telecomunicazioni
FNM	2009	2016	Multiutilities
GAS PLUS	2006	2016	Energetico
GRUPPO EDISON	2002	2016	Energetico
GRUPPO HERA	2003	2016	Multiutilities
IREN	2002	2016	Multiutilities
MEDITERRANEA ACQUE	2003	2009	Acquedotti
RETELIT	2001	2016	Telecomunicazioni
SAVE	2005	2016	Aeroporti
SESA	2013	2016	Elettronico
SIAS	2006	2016	Autostrade
SNAM RETE GAS	2002	2016	Energetico
TELECOM ITALIA	2003	2016	Telecomunicazioni
TERNA	2004	2016	Energetico
TISCALI	2001	2016	Telecomunicazioni

## ALLEGATO C

Trovano spazio in quest'allegato le tabelle esplicative di alcuni approfondimenti sulle variabili del database.

Tabella C1 Indici nazionali dei prezzi al consumo per le famiglie.

Anno base: 2010.



Il fenomeno inflativo risulta in crescita costante fino al 2012 per poi mantenersi su valori praticamente costanti. L'indice, registrato nella variabile *SPI2010*, viene utilizzato per passare dai valori nominali delle variabili economiche ai valori reali, per permettere un confronto tra anni diversi.

Tabella C2 Società attualmente presenti sul segmento STAR della Borsa Italiana.

ACOTEL GROUP	PANARIA GROUP
AEFFE	PERMASTEELISA
AEROPORTO GUGLIELMO MARCONI	PIAGGIO
AMPLIFON	PIQUADRO
ANSALDO STS	PIRELLI & C.
AQUAFIL	POLIGRAFICA S. FAUSTINO
ASCOPIAVE	POLTRONA FRAU
AVIO	PRIMA INDUSTRIE
B&C SPEAKERS	PRYSMIAN
BANCA FINNAT EURAMERICA	RATTI
BANCA IFIS	RCF GROUP
BANCA SISTEMA	RECORDATI
BB BIOTECH A.G.	RENO DE MEDICI
BE	RICHARD GINORI
BIESSE	RONCADIN
CAD IT	SABAF
CAIRO COMMUNICATION	SADI
CAREL INDUSTRIES	SAES GETTERS
CEMBRE	SAFILO GROUP
CEMENTIR	SAIPEM
CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA	SALVATORE FERRAGAMO
D'AMICO INTERNATIONAL SHIPPING	SARAS
DATALOGIC	SERVIZI ITALIA
DEA CAPITAL	SNIA
DIGITAL BROS	SOCOTHERM
EL.EN.	SOGEFI
ELICA	SOL
EMAK	SORIN
EPRICE	STEFANEL
ESPRINET	TESMEC
EUROTECH	TOD'S
EXPRIVIA	TREVI FINANZIARIA INDUSTRIALE
FALCK RENEWABLES	TREVISAN COMETAL
FIDIA	VALSOIA
FIERA MILANO	VINCENZO ZUCCHI
FILA	YOOX
GAMENET	ZIGNAGO VETRO

Tabella C3 Dettaglio componenti della remunerazione dei CEO nelle *utilities*.  
 Numero di osservazioni: 366.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	1271.292	118.8662	1037.543	1505.041
remolumenti	490.1354	25.11048	440.756	539.5148
rbonus	516.8164	64.48986	389.998	643.6347
rbnm	16.05932	3.293453	9.582791	22.53584
rother_comp	248.2809	54.51238	141.0831	355.4787
incentive_share	.2212617	.0127292	.1962299	.2462934

```
mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother_comp incentive_share
if totcomp>60&utility==1
```

*Output* a sostegno di quanto discusso nel sottoparagrafo 2.1 del capitolo sesto.

Tabella C4 Correlazione tra totale della paga e dimensione dell'impresa.

	rtotcomp	rsales	empl
rtotcomp	1.0000		
rsales	0.3576	1.0000	
empl	0.4307	0.7870	1.0000

```
corr rtotcomp rsales empl if totcomp>60
```

Dimostrazione della presenza di correlazione tra paga del manager e dimensione dell'impresa. Per calcolare questo aspetto si è usato come indicatore la variabile reale del fatturato e il numero di impiegati, in accordo con il lavoro del 2001 di Brunello, Graziano e Parigi.

Tabella C5 Dettaglio componenti del compenso dei CEO nelle imprese familiari.  
Numero di osservazioni: 1081.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	812.701	30.48202	752.8903	872.5117
remolumenti	488.7389	15.64338	458.044	519.4337
rbonus	180.5259	19.91577	141.4479	219.6039
rbnm	8.416625	2.040697	4.412445	12.4208
rother_comp	135.0197	10.08331	115.2346	154.8048
incentive_share	.1109493	.0061515	.098879	.1230197

**mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother\_comp incentive\_share  
if totcomp>60&family==1**

*Output a sostegno di quanto discusso nel sottoparagrafo 2.1 del capitolo sesto.*

Tabella C6 Dettaglio componenti del compenso dei CEO nelle imprese in cui proprietà e controllo coincidono.  
Numero di osservazioni: 633.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	700.865	31.1867	639.6229	762.1071
remolumenti	508.5386	22.75721	463.8497	553.2275
rbonus	90.61883	14.76278	61.62878	119.6089
rbnm	2.767547	.2157428	2.343888	3.191207
rother_comp	98.94005	10.75595	77.81832	120.0618
incentive_share	.069486	.00666	.0564075	.0825644

**mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother\_comp incentive\_share  
if totcomp>60&famceo==1**

*Output a sostegno di quanto discusso nel sottoparagrafo 2.1 del capitolo sesto.*



Tabella C8 Dettaglio componenti del compenso dei CEO a seconda del settore di appartenenza dell'impresa.

Numero di osservazioni: 740.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	875.7097	59.99451	757.9297	993.4897
remolumenti	410.2759	17.5895	375.7446	444.8073
rbonus	273.4959	33.23038	208.2587	338.7331
rbnm	8.672699	1.652757	5.428041	11.91736
rother_comp	183.2651	27.3319	129.6077	236.9226
incentive_share	.1413792	.0081795	.1253213	.1574371

**mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother\_comp incentive\_share  
if totcomp>60&type==10**

Numero di osservazioni: 216.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	996.4474	66.71567	864.9469	1127.948
remolumenti	660.1872	45.16366	571.1669	749.2074
rbonus	176.9125	44.85857	88.49365	265.3314
rbnm	3.079135	.4081975	2.274554	3.883717
rother_comp	156.2685	25.52667	105.954	206.5831
incentive_share	.0980334	.0125435	.0733094	.1227574

**mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother\_comp incentive\_share  
if totcomp>60&type==21**

Numero di osservazioni: 472.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	985.9124	104.8499	779.881	1191.944
remolumenti	517.465	24.82119	468.691	566.2389
rbonus	215.4114	26.00446	164.3123	266.5105
rbnm	13.13108	4.259231	4.76163	21.50052
rother_comp	239.905	96.92165	49.45263	430.3573
incentive_share	.1413958	.0093659	.1229916	.1597999

**mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother\_comp incentive\_share  
if totcomp>60&type==22**

Numero di osservazioni: 267.

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rtotcomp	1390.951	93.79537	1206.275	1575.627
remolumenti	663.8535	40.18273	584.7368	742.9702
rbonus	425.307	50.94537	324.9995	525.6144
rbnm	12.83061	1.445205	9.985111	15.6761
rother_comp	288.9602	42.42514	205.4284	372.492
incentive_share	.161411	.0132365	.1353494	.1874725

```

mean rtotcomp remolumenti rbonus rbnm rother_comp incentive_share
if totcomp>60&type==23

```

Serie di *output* a sostegno di quanto discusso nel sottoparagrafo 2.1 del capitolo sesto. Per avere una panoramica settoriale bisogna tenere conto delle dimensioni delle imprese di ognuna delle quattro categorie. Dimensioni che vengono presentate nella tabella successiva, usando anche questa volta le variabili *RSALES* e *EMPL* come indicatori.

Tabella C9 Panoramica della dimensione delle imprese di diverse industrie.

```
. mean rsales if type==10
```

```
Mean estimation           Number of obs   =       773
```

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rsales	1817123	149688.3	1523278	2110967

```
. mean rsales if type==21
```

```
Mean estimation           Number of obs   =       232
```

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rsales	591210.9	38743.18	514875.7	667546

```
. mean rsales if type==22
```

```
Mean estimation           Number of obs   =       495
```

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rsales	1350297	138031.7	1079096	1621499

```
. mean rsales if type==23
```

```
Mean estimation           Number of obs   =       275
```

	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
rsales	1.19e+07	1565984	8785069	1.50e+07

ALLEGATI

ALLEGATO D

Tabella D1 Analisi di regressione dei cinque modelli in funzione del ROE, per l'intero campione di società.

	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
		Asymmetric effects	Type 1 vs. Type 2	Controlling share	Famceo vs. Non-Famceo
ROE <sub>1</sub>	0,00820 (0,028)	0,00490 (0,028)			
ASIMM. ROE		0,01754 (0,026)			
ROE <sub>1</sub> *TYPE2			0,01361 (0,031)		
ROE <sub>1</sub> *TYPE1			-0,01709 (0,050)		
ROE <sub>1</sub> *CONTROLLINGSHARE				0,00000 (0,000)	
ROE <sub>1</sub> *FAMCEO					0,15098* (0,088)
ROE <sub>1</sub> *NON_FAMCEO					-0,01874 (0,037)
LOG FATTURATO	0,22725*** (0,076)	0,23328*** (0,087)	0,22727*** (0,076)	0,22596*** (0,076)	0,22452*** (0,075)
TENURE <sup>2</sup>	0,00014 (0,000)	0,00023 (0,000)	0,00014 (0,000)	0,00013 (0,000)	0,00016 (0,000)
AGE <sup>2</sup>	-0,00001 (0,000)	-0,00002 (0,000)	-0,00001 (0,000)	-0,00001 (0,000)	-0,00002 (0,000)
INGEGNERE	-0,11495 (0,096)	-0,13964 (0,106)	-0,11500 (0,096)	-0,11572 (0,097)	-0,10536 (0,093)
LAUREATO	-0,14353 (0,138)	-0,18687 (0,139)	-0,14563 (0,138)	-0,14292 (0,138)	-0,14043 (0,139)
FIRM AGE	0,03109*** (0,011)	0,03023** (0,012)	0,03092*** (0,011)	0,03131*** (0,011)	0,03203*** (0,011)
DUAL SHARE	-0,01548 (0,085)	-0,00691 (0,087)	-0,01654 (0,085)	-0,01614 (0,085)	-0,01715 (0,084)
STAR	0,04506 (0,100)	0,05575 (0,108)	0,04293 (0,100)	0,04462 (0,100)	0,02619 (0,092)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	2,02843** (0,984)	2,02674* (1,073)	2,03862** (0,985)	2,03297** (0,983)	1,48848 (1,235)
Imprese	143	142	143	142	143
N° di osservazioni	1373	1261	1373	1371	1373
Rho	0,922	0,921	0,921	0,923	0,926

ALLEGATI

Tabella D2 Analisi di regressione dei cinque modelli in funzione del ROE, per le società familiari.

	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5
		Asymmetric effects	Type 1 vs. Type 2	Controlling share	Famceo vs. Non-Famceo
ROE <sub>1</sub>	0,05665 (0,053)	0,04757 (0,052)			
ASIMM. ROE		0,01143 (0,026)			
ROE <sub>1</sub> *TYPE2			0,03051 (0,058)		
ROE <sub>1</sub> *TYPE1			0,16713** (0,070)		
ROE <sub>1</sub> *CONTROLLINGSHARE				0,00000 (0,000)	
ROE <sub>1</sub> *FAMCEO					0,15395* (0,087)
ROE <sub>1</sub> *NON_FAMCEO					-0,05107 (0,068)
LOG FATTURATO	0,19561* (0,115)	0,16564 (0,117)	0,18809 (0,114)	0,19678* (0,115)	0,19827* (0,114)
TENURE <sup>2</sup>	-0,00020 (0,000)	-0,00013 (0,000)	-0,00019 (0,000)	-0,00020 (0,000)	-0,00016 (0,000)
AGE <sup>2</sup>	-0,00002 (0,000)	-0,00003 (0,000)	-0,00003 (0,000)	-0,00002 (0,000)	-0,00003 (0,000)
INGEGNERE	-0,10252 (0,140)	-0,12707 (0,141)	-0,10310 (0,140)	-0,10190 (0,140)	-0,07856 (0,134)
LAUREATO	-0,27593 (0,167)	-0,32157 (0,159)	-0,26750 (0,167)	-0,27727 (0,167)	-0,28031 (0,168)
FIRM AGE	0,04597*** (0,013)	0,04844 (0,014)	0,04709*** (0,013)	0,04587*** (0,013)	0,04601*** (0,013)
DUAL SHARE	-0,02560 (0,103)	-0,00894 (0,100)	-0,01951 (0,104)	-0,02665 (0,104)	-0,02742 (0,102)
STAR	0,11636 (0,147)	0,14379 (0,161)	0,12524 (0,151)	0,11797 (0,149)	0,09630 (0,139)
YEAR DUMMIES	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti	Presenti
COSTANTE	1,88780 (1,393)	2,16832 (1,400)	1,92328 (1,388)	1,87854 (1,394)	1,86008 (1,385)
Imprese	94	94	94	94	94
N° di osservazioni	905	831	905	905	905
Rho	0,960	0,960	0,962	0,960	0,960

# BIBLIOGRAFIA

---

AMATORI F., BRIOSCHI F., *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in *Storia del Capitalismo Italiano*, Donzelli, Roma, 1997.

AKERLOF G. A., *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 84 (3), Harvard, 1970.

BAIA CURIONI S., *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Il Mulino, Bologna, 1995.

BARBIELLINI AMIDEI F., IMPENNA C., *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, 3, Laterza, Roma-Bari, 1999.

BENFRATELLO L., MARGON D., RONDI L., SEMBENELLI A., VANNONI D., ZELLI S., ZITTINO M., *Nuovo panel CERIS su dati di impresa 1977-1997*, Working Paper, 5, 2001.

BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, Stati Uniti d'America, 1932.

BORSA ITALIANA S.P.A., comunicato stampa, *L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo*, Milano, 23 giugno 2007

BRIOSCHI F., BUZZACCHI L., COLOMBO M. G., *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere dell'industria italiana*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1990.

BROWN M. C., *Administrative Succession and Organizational Performance: The Succession Effect*, *Administrative Science Quarterly*, 27, 1982.

## BIBLIOGRAFIA

BRUNELLO G., GRAZIANO C., PARIGI B., *Executive compensation and firm performance in Italy*, in *International Journal of Industrial Organization*, Elsevier, 2001.

BRUNELLO G., GRAZIANO C., PARIGI B., *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, in *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, 2003.

CAFFÈ F., *Di una economia di mercato compatibile con la socializzazione delle sovrastrutture finanziarie*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, Torino, 1971.

CASTRONOVO V., *Storia economica d'Italia. Dall'Ottocento ai giorni nostri*, Piccola Biblioteca Einaudi, Torino, 1995.

CRISCI G., TARIZZO G., *Il governo dell'impresa: il ruolo dei C.d.A. nelle aziende italiane*, Le Società, 1994.

GAMSON W. A., SCOTCH N., *Scapegoating in baseball*, *American Journal of Sociology*, 70, 1964.

GROSSMAN S. J., HART O. D., *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 20, Princeton, 1988.

JENSEN M., MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3 (4), Rochester, 1976.

MARRIS R., *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, Macmillan, Londra, 1964.

MEDIOBANCA (a cura di), *Dati cumulativi su 1760 società*, Milano, 1995.

MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati*, Milano, 2018.

MEDIOBANCA, *Le Principali Società Italiane*, Milano, 2018.

## BIBLIOGRAFIA

RAVAZZI P., *Produzione e finanza nell'impresa manageriale*, Il Mulino, Bologna, 1990.

RAVAZZI P, CALDERINI M., NEIROTTI P., PAOLUCCI E., RONDI L., *L'impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili*, il Mulino, 2017.

ROSSI F., *La retribuzione di posizioni manageriali: situazioni e tendenze in Italia*, in *Rassegne di statistiche sul lavoro*, 1, 1992.

ROWELL D., CONNELLY L. B., *A history of the term "moral hazard"*, in *Journal of Risk and Insurance*, 79 (4), Brisbane, 2012.

SANTELLA P., PAONE G., DRAGO C., *Il ruolo degli amministratori indipendenti delle società quotate: un confronto della disciplina con i recenti orientamenti della commissione europea*, in F. DEL BENE (a cura di) *Riforma del risparmio e corporate governance*. Notariato Quaderni, 17, Milano, 2006.

SHLEIFER A., VISHNY R. W., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, Francia 1997.

SMITH A., *The Wealth of Nations*, W. Strahan and T. Cadell, Londra, 1776.

SICILIANO G., *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme*, in Consob (a cura di) *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, 2011.

SICILIANO G., *Il profilo economico*, in *Cento anni di Borsa in Italia*, Il Mulino, Bologna, 2001.

TONIOLO G., *La Banca d'Italia e l'economia di guerra 1914-1919*, Laterza, Bari-Roma, 1993.

TOWERS PERRIN, *Worldwide Total Remuneration Survey*, 1996.

TOWERS PERRIN, *Worldwide Total Remuneration Survey*, 1997.

## BIBLIOGRAFIA

VERCELLI A., *La «lunga crisi»: interpretazioni e prospettive*, in *Oltre la crisi. Le prospettive di sviluppo dell'economia italiana e il contributo del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, 1986.

ZINGALES L., *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, in *The Review of Financial Studies*, 7, Oxford, 1994.

# SITOGRAFIA

---

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.stata.com](http://www.stata.com)

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)