



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
A.a. 2023/2024
Sessione di Laurea novembre 2024

Relazione fra il turnover dei CEO e le performance aziendali: il caso delle imprese quotate in Italia.

Relatore:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Enrico Cusumano

Indice

Capitolo 1: Introduzione.....	1
Capitolo 2: Il rapporto fra CEO e azionisti nell'impresa e meccanismi di disciplina	3
2.1 Il rapporto tra CEO e azionisti: problemi e costi di agenzia	5
2.1.1 costi di transazione	9
2.1.2 I costi di agenzia	12
2.2 Meccanismi esterni di corporate governance.....	13
2.2.1 La scalata	14
2.2.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni	19
2.2.3 Competizione sul mercato dei manager	20
2.2.4 Il contesto istituzionale	21
2.3 Meccanismi interni di corporate governance.....	22
2.3.1 Il Consiglio di Amministrazione	23
2.3.2 I block-holder	25
2.3.3 La disciplina del debito	26
2.3.4 Politiche di remunerazione del CEO.....	27
2.3.4.1 Stipendio base.....	30
2.3.4.2 Bonus.....	32
2.3.4.3 Premi azionari	37
2.3.4.4 Stock options.....	37
2.3.4.5 Fringe benefits.....	40
2.3.5 Rischio di licenziamento.....	40
Capitolo 3: Il contesto italiano delle imprese quotate	43
3.1 La struttura proprietaria e finanziaria delle imprese italiane.....	43
3.1.1 Struttura proprietaria	43
3.1.2 Struttura finanziaria.....	47
3.2 I meccanismi di esercizio del controllo.....	50
3.2.1 CEO-Duality	50
3.2.2 Patti parasociali	51
3.2.3 Le dual class shares	52
3.2.4 Piramidi societarie.....	53
Capitolo 4: La letteratura empirica.....	56
4.1 CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case.....	56
4.1.1 Il campione	57

4.1.2 L'analisi empirica dei dati.....	58
4.1.3 Risultati e conclusioni.....	60
4.2 CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?	61
4.2.1 Il campione.....	63
4.2.2 L'analisi empirica dei dati.....	65
4.2.3 Risultati e conclusioni.....	73
4.3 Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms.....	74
4.3.1 Il campione.....	75
4.3.2 L'analisi empirica dei dati.....	78
4.3.3 Risultati e conclusioni.....	85
4.4 Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover.....	86
4.4.1 Il campione.....	87
4.4.2 L'analisi empirica dei dati.....	89
4.4.3 Risultati e conclusioni.....	91
4.5 The impact of CEO turnover on firm performance and insolvency risk - A global analysis	93
4.5.1 Il campione.....	93
4.5.2 L'analisi empirica dei dati.....	94
4.5.3 Risultati e conclusioni.....	99
4.6 CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms.....	100
4.6.1 Il campione.....	101
4.6.2 L'analisi empirica dei dati.....	101
4.6.3 Risultati e conclusioni.....	107
Capitolo 5: L'analisi empirica.....	109
5.1 I dati e le variabili.....	111
5.1.1 Le variabili del modello.....	111
5.2 Statistiche descrittive del campione.....	115
5.2.1 t-test sulla paga dei CEO.....	116
5.2.2 t-test sull'età dei CEO.....	119
5.2.3 t-test sulla tenure dei CEO.....	121
5.2.4 t-test sul ROA.....	123
5.3 Analisi delle performance.....	125
Capitolo 6: Conclusioni.....	141

Bibliografia	143
--------------------	-----

Capitolo 1: Introduzione

La presente tesi ha l'obiettivo di fornire una prospettiva empirica sulla relazione tra successione degli amministratori delegati e risultati finanziari nel contesto italiano. Il campione utilizzato per le analisi è composto da dati aziendali relativi ad imprese italiane quotate alla Borsa di Milano nel periodo compreso fra il 2000 e il 2021.

La successione del CEO è un tema caldo in Italia per diverse ragioni legate alle caratteristiche specifiche del tessuto imprenditoriale e finanziario del Paese. In primo luogo, molte delle aziende italiane quotate in Borsa presentano una struttura proprietaria concentrata e sono spesso a controllo familiare. Questo rende il passaggio di leadership un processo complesso, carico di implicazioni sia a livello aziendale che familiare. Nelle imprese a conduzione familiare, la successione del CEO non è solo una questione di governance, ma spesso coinvolge aspetti legati alla continuità generazionale, alla cultura aziendale e alle dinamiche interne tra i membri della famiglia. In secondo luogo, la successione del CEO in Italia è un tema cruciale per via della bassa mobilità della leadership e della tendenza a mantenere il potere decisionale nelle mani di pochi. Questo significa che i cambiamenti al vertice sono relativamente rari e spesso percepiti come eventi critici, con un impatto forte sulle strategie aziendali e sulle aspettative degli investitori. Quando avviene una successione, soprattutto in aziende di grande importanza, il mercato ne segue con attenzione gli sviluppi, consapevole che una transizione mal gestita può compromettere le performance aziendali.

Infine, la crescente pressione competitiva e le sfide poste dalla globalizzazione rendono la successione del CEO un tema ancora più delicato. Oggi, più che mai, le aziende italiane devono sapersi adattare rapidamente e innovare per rimanere competitive a livello internazionale. In questo contesto, la figura del CEO gioca un ruolo chiave nel guidare le strategie di crescita, trasformazione digitale e sostenibilità. Un cambio al vertice può quindi influenzare la direzione dell'azienda in modo determinante, facendo della successione un tema di primaria importanza per il futuro dell'impresa.

Gli argomenti trattati nella tesi sono riportati nei capitoli come segue: il capitolo 2 richiama la letteratura rispetto alle teorie di corporate governance, con particolare

attenzione al rapporto fra proprietà e controllo. Sono analizzati quindi i costi di agenzia, i costi di transazione e i meccanismi di disciplina dei manager sia interni, ovvero applicati direttamente dalla proprietà dell'impresa, sia esterni, cioè dettati dal mercato dei manager e dalla pressione che esso esercita sui CEO in carica. Nel capitolo 3 viene presentata una visione generale del contesto italiano, in particolare vengono analizzate le caratteristiche della struttura finanziaria e struttura proprietaria delle imprese italiane quotate. Inoltre, viene analizzato quali sono i metodi di esercizio del controllo preponderanti in Italia e come essi vengono applicati dai manager italiani. Nel capitolo 4 vengono presentate e studiate sei ricerche empiriche legate ai temi più caldi della corporate governance in Italia, ovvero il tema della paga dei CEO come meccanismo di incentivo e il tema della successione in relazione alle performance per aziende familiari, per aziende con CdA dominati da insider e per aziende in stato di crisi. Il capitolo 5 contiene le analisi per trovare evidenze statistiche sulla relazione fra successione e performance. Inizialmente vengono presentate le variabili utilizzate e le loro caratteristiche, successivamente vengono eseguiti dei test t di differenza delle medie per comprendere come i fattori principali di governance incidano sulla paga del CEO, sulle sue caratteristiche anagrafiche, sulla durata del mandato e sul ROA, scelto come indicatore di performance dell'azienda. Infine, vengono effettuate analisi di regressione per indagare il rapporto reciproco fra il turnover e le performance aziendali, sia per l'intero campione che per gruppi specifici quali le imprese familiari, le imprese private non familiari e le aziende pubbliche.

Capitolo 2: Il rapporto fra CEO e azionisti nell'impresa e meccanismi di disciplina

*“Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”*¹.

Non esiste una definizione universalmente riconosciuta per descrivere il concetto di Corporate Governance, bensì quella fornita dal OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) riassume perfettamente le parti coinvolte e offre uno spunto sui rispettivi ruoli all’interno del complesso mondo della Corporate Governance. Viene citato l’insieme dei dirigenti (management), il consiglio di amministrazione (board) e gli azionisti (shareholders) insieme a tutti i portatori di interesse di un’impresa. Ognuna di queste categorie di attori gioca un ruolo fondamentale in ogni azienda, con i propri obblighi e obiettivi che, come vedremo, spesso non coincidono.

*“L’insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di Amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio Sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale”*²

La definizione proposta da Coda nel 1997 mostra la visione dell’argomento nella dottrina economica italiana, che è quindi in linea con quella offerta dal OCSE. Citando la struttura e il funzionamento degli organi di controllo e di governo delle aziende, pone l’attenzione sulle loro interazioni reciproche e il loro rapporto con gli organi rappresentativi degli azionisti e della struttura manageriale.

¹Johnston J., Shelton R., OECD Principles of Corporate governance, 1999.

²Coda V., “Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto”, Scritti di Economia aziendale, Tomo I, Cedam, Padova, 1997, pag. 333.

“Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assume themselves of getting a return on their investment”³.

Shleifer e Vishny nel 1997 suggeriscono una definizione che rappresenta l’idea prevalente nella dottrina angloamericana. Essa viene quindi definita come l’insieme degli strumenti mediante i quali il management garantisce un rendimento adeguato agli investimenti di coloro che forniscono il capitale, ovvero i proprietari dell’impresa.

Il tema principale della corporate governance, come verrà ampiamente analizzato nel corso della tesi, è la separazione fra controllo e proprietà dell’impresa, ovvero il rapporto fra i proprietari e i manager. L’incompatibilità dei loro rispettivi obiettivi, data l’importanza del ruolo e il potere che essi possiedono, da origine a tutti i meccanismi che la corporate governance racchiude. Il sociologo Mathiesen indirettamente tocca questo tema ponendo l’accento su come la corporate governance può aiutare i proprietari ad ottenere dai manager le prestazioni finanziari desiderate attraverso meccanismi di incentivo:

“Corporate Governance is a field in economics that investigates how to secure/motivate efficient management of corporations by the use of incentive mechanisms, such as contracts, organizational designs and legislation. This is often limited to the question of improving financial performance, for example, how the corporate owners can secure/motivate that the corporate managers will deliver a competitive rate of return”⁴.

³Shleifer A., Vishny R. W., “A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, 1997.

⁴ Mathiesen H., Managerial ownership and financial performance. Ph.D. Thesis, Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 2002.

2.1 Il rapporto tra CEO e azionisti: problemi e costi di agenzia

Il CEO (Chief Executive Officer), e più in generale il management, insieme agli azionisti rappresentano le due figure chiave di un'impresa quotata in borsa e il loro comportamento è direttamente influente sulle sorti dell'impresa stessa. Prima di analizzare il rapporto fra le due parti, bisogna chiedersi che cosa è davvero una "impresa".

Alchian e Demsetz (1972)⁵ danno una definizione di impresa come un insieme di "funzioni giuridiche che fungono da nesso per un insieme di relazioni tra individui, in cui i contratti di lavoro, oltre a soddisfare gli interessi individuali degli agenti aiutano anche a massimizzare il valore dell'impresa".

Moore (1992)⁶ la definisce come una "sommatoria di asset fisici sui quali si vantano diritti di proprietà".

Coase (1937)⁷ invece propone che siano gli azionisti ad imporre il comportamento dei manager attraverso contratti impliciti ed espliciti, dove i diritti di proprietà definiscono la base dell'impresa.

Il conflitto d'interessi fra manager e azionisti è studiato anche da Marris (1964)⁸, il cui modello sostiene, in generale, che gli azionisti hanno come interesse la massimizzazione del profitto e quindi dei dividendi, mentre i manager hanno come obiettivo la massimizzazione della crescita. Risulta quindi evidente l'importanza della gestione di questo trade-off per la salute dell'impresa.

⁵ Alchian A.A., Demsetz H., Production, Information Costs, and Economic Organization, *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 5 (Dec., 1972), pp. 777-795

⁶ Moore J. (1992), "Implementation, contracts, and renegotiation in environments with complete information", *Advances in Economic Theory: Sixth World Congress*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 181- 282.

⁷ Coase R. (1937), "The nature of the firm", *Economica*, vol. 4, pp. 386-405

⁸ Marris, R. (1964) "The Economic Theory of Managerial Capitalism", Macmillan, London.

La teoria del principale-agente descrive le basi del rapporto fra CEO e azionisti; un'azienda può essere vista come una squadra composta da soggetti che hanno obiettivi diversi e informazioni private, in particolare i principali problemi delle squadre sono:

- Shirking: il comportamento di un individuo che evita di svolgere il proprio lavoro o di adempiere ai propri doveri, approfittando della supervisione limitata o della mancanza di incentivi. Questo comportamento porta a una riduzione dell'efficienza complessiva della produzione e compromette i risultati economici.
- Free riding: il comportamento di individui che beneficiano di beni o servizi (in questo caso del lavoro) altrui senza contribuire ai costi di produzione, portando a inefficienze economiche (Alchian e Demsetz, 1972).

Leibowitz & Tollison in un loro studio del 1980⁹ affrontano il tema dei problemi di squadra sostenendo che: “questi fenomeni si verificano perché in una situazione di gruppo in cui gli input individuali sono indistinguibili e i costi di monitoraggio sono proibitivi, ogni individuo ha un incentivo negativo a controllare o minimizzare i costi di produzione (chiamato free riding) e un incentivo positivo a fornire meno sforzo (chiamato shirking)”.

Per ovviare a questi problemi è necessaria la supervisione e uno schema di incentivi adatti ai singoli soggetti. Bisogna però sempre considerare che è impossibile una supervisione del 100% e che gli incentivi si scontrano con l'efficienza.

I problemi informativi nascono dal fatto che non si possono monitorare tutte le azioni dei lavoratori. C'è un'asimmetria informativa in cui uno dei dipendenti ha un'informazione privata che sfrutta a proprio vantaggio. Il dipendente che non lavora ha l'informazione privata sulle ore di lavoro ed egli, quindi, ha un vantaggio di informazioni perché solo lui sa esattamente quanto si sta impegnando.

Sono rapporti di principale-agente: ci sono soggetti diversi con obiettivi diversi. C'è un principale (azionisti) che ha l'obiettivo di massimo profitto e gli agenti (managers) che

⁹ Leibowitz A., Tollison R., Free Riding, Shirking, and Team Production in Legal Partnerships Economic Inquiry: Volume 18, Issue 3, Pages: 333-522, July 1980

hanno l'obiettivo di minimizzare lo sforzo. I problemi principale-agente nascono dal disallineamento degli obiettivi. Inoltre, spesso, si ha informazione asimmetrica in cui l'agente ha un vantaggio informativo sul principale che può sfruttare a proprio vantaggio. L'agente deve compiere uno sforzo per avere un risultato che dipende dalla sua capacità ma tale comportamento non è visibile al principale. Il principale deve quindi trovare il modo di incentivare l'agente a compiere questa azione.

I due principali problemi dei rapporti d'agenzia sono:

1) Azzardo Morale:

Nel contesto dell'azzardo morale, la sfida per il principale risiede nell'incoraggiare l'agente a compiere il compito assegnato nel suo interesse. Di conseguenza, l'obiettivo primario del principale è quello di garantire il controllo sul comportamento dell'agente. L'azzardo morale si configura quindi come un tipo di comportamento nascosto ex-post, che spinge l'agente a perseguire i propri interessi a discapito di quelli del principale, sfruttando la presunta impossibilità di quest'ultimo nel rilevare atti fraudolenti o di negligenza (Baumol 1959¹⁰; Marris 1964; Williamson 1964¹¹; Jensen 1986¹²).

2) Selezione Avversa:

La selezione avversa si configura come un'informazione occultata ex-ante, che si manifesta quando il principale non è in grado di accertare le competenze dichiarate dall'agente durante la formulazione di un contratto. Di conseguenza, il principale deve incoraggiare la parte detentrici dell'informazione riservata a divulgarla mediante strumenti che consentano di ottenere il maggior numero possibile di informazioni. In sintesi, la selezione avversa rappresenta un tipo di comportamento opportunistico precontrattuale (Alchian e Demsetz, 1972).

¹⁰ Baumol W., 1959, "Business Behaviour, Value and Growth" (Mac-Millan, New York, N.Y.)

¹¹ Williamson O., 1964, "The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.)

¹² Jensen M. C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". American Economic Review

L'azzardo morale all'interno di un'impresa riguarda ad esempio il problema dell'efficienza, il quale è strettamente legato a quello degli incentivi. In particolare, guardando un'impresa come una squadra, è intuibile che se l'output è funzione del lavoro della squadra, è molto difficile identificare il contributo dei singoli e collegare quindi uno schema retributivo ai singoli membri (Alchian e Demsetz, 1972).

Nella squadra il singolo lavoratore fa free-riding perché è impossibile capire che a causa del suo comportamento la produzione dell'output è inferiore a quella che si otterrebbe con il massimo sforzo. Allo stesso modo nell'impresa quotata il singolo azionista non ha l'incentivo a monitorare attivamente il manager perché i profitti che si otterrebbero in seguito al suo monitoring sono distribuiti a tutti gli azionisti ma il costo è tutto a carico dell'azionista "attivo".

Questo modello porta alla conclusione che deve esserci un controllore che abbia come remunerazione la differenza fra il profitto ottenuto dal lavoro della squadra e gli stipendi dei membri della squadra; il controllore coincide quindi col principale e nel caso delle imprese quotate con gli azionisti.

La selezione avversa in un'impresa influisce ad esempio nella stipula dei contratti che l'azienda (principale) propone a un potenziale dipendente (agente). Bisin e Gottardi¹³ nel 2006 scrivono: "Gli agenti dispongono di informazioni riservate riguardanti la distribuzione di probabilità delle loro capacità. Inoltre, le aziende offrono contratti che forniscono agli agenti un'assicurazione contro la realizzazione di qualsiasi shock che influenzi la loro capacità individuale."

Se le capacità degli agenti fossero completamente osservabili, le aziende potrebbero stipulare relazioni contrattuali esclusive. Questa è un'ipotesi forte, tuttavia è questo il caso di riferimento nella teoria dei contratti (first best).

¹³ Bisin A., Gottardi P., "Efficient Competitive Equilibria with Adverse Selection", *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No. 3 (June 2006), pp. 485-516 (32 pages)

Le informazioni private degli agenti rappresentano quindi l'unica "frizione" al funzionamento dei mercati. "Quando non si verifica la piena osservabilità, i contratti esclusivi non sono esigibili e gli agenti potrebbero annullare, tramite il contrattazione di un contratto, gli incentivi forniti da un altro contratto" (Bisin e Gottardi, 2006).

2.1.1 costi di transazione

I contratti completi sono quelli che riescono sempre a governare la transazione fra le due parti perfettamente. Purtroppo, non esistono contratti completi, è un caso ideale, nella realtà i contratti sono incompleti. Questo implica necessariamente l'esistenza di costi di transazione, ovvero costi che si generano per la realizzazione di un contratto. In particolare, le caratteristiche principali di una transazione che causano maggiori costi di transazione sono (Williamson O. E., 1979¹⁴):

- Incertezza: si verifica sempre per il lungo periodo poiché è impossibile prevedere tutte le possibili circostanze future, sia quelle legate al contesto che quelle legate al comportamento delle due parti coinvolte.
- Frequenza: distingue i rapporti occasionali da quelli continuativi e di conseguenza dalla scelta di fare un contratto per ogni specifica transazione piuttosto che un unico contratto di lungo periodo.
- Specificità delle risorse: quando un investimento ha elevata specializzazione ha molto valore all'interno dell'accordo e scarso al di fuori di esso, avrà perciò basso valore di recupero e alti costi per eventuali adattamenti al di fuori dell'accordo prestabilito.

¹⁴ Williamson O. E., "Public and Private Bureaucracies: A Transaction Cost Economics Perspective" *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 15, No. 1, JLEO Bureaucracy Conference (Apr., 1999), pp. 306-342 (37 pages)

Possiamo suddividere i costi di transazione in costi diretti e costi opportunità. I "costi diretti" si riferiscono alle spese o agli esborsi monetari effettivi che un'azienda o un individuo deve sostenere per produrre beni o servizi. Questi costi sono solitamente misurati in termini di denaro pagato per l'acquisto di materiali, pagamento dei salari ai dipendenti, spese per l'utilizzo di attrezzature e così via.

I "costi opportunità", invece, rappresentano il valore delle alternative rinunciate quando si fa una scelta. In altre parole, sono i benefici o i guadagni che si avrebbero potuto ottenere scegliendo un'opzione diversa rispetto a quella effettivamente scelta. Questi costi non sono necessariamente misurati in termini di denaro, ma possono includere anche il tempo, le risorse o le opportunità perse a causa della scelta fatta.

Sono rappresentati i principali costi di transazione (Rindfleisch A., Heide J. B., 1997)¹⁵ in figura 1:

	Specificità delle risorse	Incertezza del contesto	Incertezza del comportamento
Fonte dei costi di transazione	Protezione	Adattamento	Valutazione delle performance
Tipologia di costi di transazione			
Costi diretti	Costi di influenza	Costi di comunicazione, negoziazione e coordinamento	Costi di screening e selezione (ex ante)
			Costi di controllo (ex post)
Costi opportunità	Errore nell'investimento su asset produttivi	Errore nell'adattamento	Errore nell'identificazione del partner migliore (ex ante)
			Perdite di produttività per adattamento allo sforzo (ex post)

Figura 1: costi di transazione. Fonte: (Rindfleisch A., Heide J. B., 1997)

¹⁵ Rindfleisch A., Heide J. B., "Transaction Cost Analysis: Past, Present, and Future Applications", Journal of Marketing, October 1997

L'incertezza del contesto crea un problema di adattamento. I costi di transazione associati includono i costi diretti per comunicare nuove informazioni, rinegoziare accordi o coordinare attività per adattarsi alle nuove circostanze. Un adattamento errato a nuove circostanze comporta un costo opportunità.

L'incertezza comportamentale solleva un problema di valutazione delle prestazioni. Come descritto dai modelli di azzardo morale nei rapporti di agenzia, a causa dell'asimmetria informativa, il vero livello di performance di una parte non è facilmente osservabile e perciò i problemi di valutazione danno origine a costi diretti di controllo e monitoraggio al fine di prevenire comportamenti opportunistici. Questi possono consistere nella misurazione degli output o dei comportamenti. Un punto di vista leggermente diverso viene proposto in letteratura da Ouchi nel 1979¹⁶, egli sostiene che i costi di monitoraggio sono necessari per tentare di individuare il livello di sforzo degli agenti in modo da distribuire equamente le ricompense tra le parti poiché se esse non fossero distribuite in modo equo, una parte potrebbe ridurre gli sforzi individuali. L'agente deve avere un profitto maggiore del costo del suo sforzo, altrimenti avrà comportamenti opportunistici e si sforzerà di meno; il principale deve ottenere un profitto che sia superiore al costo del controllo, altrimenti non controlla. Una valutazione delle prestazioni fallace può portare a costi di opportunità sotto forma di perdite di produttività.

L'incertezza comportamentale presenta sfide a causa dell'asimmetria informativa ex-post sulla performance degli incarichi da svolgere. Tuttavia, come descritto dalla teoria dell'agenzia, l'asimmetria informativa si verifica anche ex-ante perché non è possibile discernere le vere caratteristiche dell'agente prima della conclusione del contratto. Questo problema, precedentemente descritto come selezione avversa, genera costi diretti di transazione per l'identificazione soggetto più idoneo attraverso selezione e

¹⁶Ouchi W. G., "A Conceptual Framework for the Design of Organizational Control Mechanisms", *Management Science*, Vol. 25, No. 9. (Sep., 1979), pp. 833-848

screening (ex-ante). I costi di opportunità in tal caso sono relativi alla perdita di produttività derivante dall'aver relazioni con soggetti privi delle competenze o motivazioni necessarie.

Questo dibattito mette in luce alcuni aspetti cruciali dei costi di transazione. In primo luogo, tali costi possono essere ex-ante, ovvero legati alla selezione o all'acquisizione di informazioni, sia ex-post, relativi al monitoraggio e all'esecuzione. In secondo luogo, i costi di opportunità, sebbene meno compresi dei costi diretti, possono avere un impatto significativo sulle performance aziendali. L'incapacità di utilizzare asset specifici o di adattarsi a cambiamenti circostanti, insieme alla mancata realizzazione di profitti derivanti da "affari preziosi che non verranno fatti", suggerisce che le decisioni di governance non solo influenzino i costi diretti, ma siano anche determinanti importanti del valore aziendale (Rindfleisch A., Heide J. B., 1997).

2.1.2 I costi di agenzia

Jensen e Meckling (1976)¹⁷ investigano sulla natura dei costi derivanti dai problemi di agenzia, delineando un modello che descrive il passaggio da una situazione in cui l'imprenditore-proprietario detiene la totalità dell'equity a uno scenario in cui parte dell'equity è ceduta a investitori esterni, riducendo così la quota di proprietà del manager. La divergenza tra gli obiettivi del manager e quelli degli azionisti, riflettendo una discordia tra gli obiettivi di crescita e quelli di profitto, implica che l'agente non sempre agirà nell'interesse del principale.

La funzione di utilità dell'imprenditore-proprietario nasce dall'aggregazione di due componenti:

¹⁷ Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- benefici monetari: rappresentati dai profitti dell'impresa suddivisi come dividendi;
- benefici non monetari: associati all'aumento del potere, del prestigio e dei benefit d'ufficio.

Man mano che la quota di equity posseduta dall'imprenditore-proprietario diminuisce, il manager è incentivato a massimizzare i benefici non monetari, poiché l'aumento dei benefici monetari comporterebbe uno sforzo condiviso con gli azionisti esterni.

Affinché si realizzi un allineamento degli interessi tra manager e azionisti, è necessario sopportare costi di monitoraggio, che comprendono revisioni interne, vincoli di bilancio, controlli formali e contratti di incentivo, nonché costi di bonding, quali l'accettazione di contratti rischiosi e la consultazione di revisori esterni. Nonostante queste iniziative, rimane una discrepanza tra le azioni dell'agente e quelle che massimizzerebbero l'utilità del principale, causando una perdita di benessere nota come residual loss.

In sintesi, il costo di agenzia incorpora tre componenti principali:

- le spese di monitoraggio a carico del principale,
- le spese di bonding sostenute dall'agente,
- la residual loss.

Quest'ultima rappresenta un costo marginale che, all'equilibrio, bilancia i benefici marginali derivanti dal monitoraggio e dal bonding, indicando che ogni euro speso per queste attività corrisponde al vantaggio ottenuto attraverso la riduzione dei benefici non monetari, contribuendo in definitiva ad aumentare il valore complessivo dell'impresa.

2.2 Meccanismi esterni di corporate governance

Secondo quanto indicato da Zingales (1997)¹⁸, i meccanismi di Corporate Governance possono essere distinti in due categorie principali: quelli di disciplina interna ed esterna.

¹⁸ Zingales L. "Corporate Governance", NBER, Working Paper n.6309, Dicembre 1997

Tale distinzione si basa sulla loro relazione rispetto all'azienda stessa, classificandoli come endogeni o esogeni.

I meccanismi esterni di governo societario sono essenzialmente quattro e sono riportati di seguito.

1. La scalata
2. Pressione competitiva sul mercato dei beni
3. Competizione sul mercato dei manager
4. Contesto istituzionale

2.2.1 La scalata

La scalata rappresenta un meccanismo esterno fondamentale per il trasferimento dei diritti residuali di controllo e può costituire un incentivo significativo per il comportamento del manager, anche solo la minaccia di una scalata può risultare efficace. Nel modello teorizzato da Marris, emerge un conflitto di interessi tra gli azionisti, che mirano alla massimizzazione del profitto o dei dividendi, e il manager, il quale tende a privilegiare la crescita al fine di aumentare il proprio potere, prestigio e remunerazione. In aggiunta, il manager cerca anche la stabilità della sua posizione e del proprio ruolo, la cui sicurezza dipende dai risultati ottenuti e dal giudizio degli azionisti sulla sua performance.

Sotto le ipotesi che l'impresa sia quotata in Borsa, con un azionariato diffuso e operi in un contesto di concorrenza imperfetta, adattando la sua capacità produttiva alla domanda, si verifica una crescita equilibrata dell'azienda quando il tasso di crescita della domanda (g_D) coincide con il tasso di crescita interna dell'offerta (g_S). Inoltre, il tasso di crescita della domanda dipende dal successo della diversificazione (d_S), a sua volta correlato al tasso di profitto (P), espresso come rapporto tra il profitto (π) e il capitale investito (K). Quindi, $g_D = f_1(f_2(P))$ o, ugualmente, $P = P(g_D)$.

Il tasso di crescita interna dell'offerta, indicato come tasso di investimento dell'impresa ($g_S = I/K$), è finanziato sia da fonti interne, come i profitti non distribuiti ($\rho * \pi$), sia da fonti esterne, come il debito ($\varepsilon * I$). Il vincolo di bilancio è descritto dall'uguaglianza fra gli impieghi e le fonti di finanziamento:

$$I = \rho * \pi + \varepsilon * I$$

$$\pi = \frac{1 - \varepsilon}{\rho} * I$$

Dividendo per K (capitale investito) si ottiene:

$$\frac{\pi}{K} = \frac{1 - \varepsilon}{\rho} * \frac{I}{K}$$

Ottenendo infine la seguente equazione:

$$P = \beta * g_S$$

Dove β rappresenta il vincolo finanziario della crescita. L'azienda cresce in equilibrio quando $g_D = g_S$ e sapendo che $P = P(g_D)$ si deduce che all'equilibrio:

$$P(g_D) = \beta * g_S$$

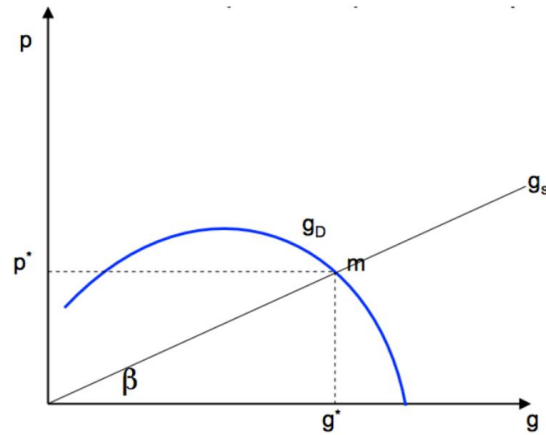


Figura 4: Trade off tra massimizzazione del profitto e della crescita

Se il manager aumenta troppo il tasso di crescita rispetto al tasso di profitto P , gli azionisti non saranno soddisfatti, ma non avranno incentivi a monitorare il manager e farlo licenziare. Questo perché, a causa dell'azionariato disperso e del fenomeno del free-riding, è complicato e costoso. I manager, inoltre, temono il cambio di proprietà. Oltre al tasso di crescita, sono attenti anche a un altro indicatore, il valuation ratio V , che si basa sul rapporto tra il valore attuale del flusso atteso dei dividendi della società e il suo valore di libro. Per gli azionisti, è più facile vendere le azioni in modo che il prezzo scenda.

$$V = (P(g) - g) * \frac{1 + i}{i - g}$$

Se il valuation ratio supera 1, il mercato valuta l'impresa più del suo valore contabile, considerando le azioni "care"; altrimenti, indica una bassa valutazione, rendendo l'impresa scalabile. Il manager deve quindi assicurarsi di mantenere $V \geq 1$, altrimenti gli azionisti venderanno le proprie azioni e i nuovi proprietari cambieranno la gestione. Questo meccanismo, noto come market for corporate control, può risolvere il conflitto di interessi tra manager e azionisti, limitando la discrezionalità del manager e proteggendo gli interessi degli azionisti. Secondo Manne (1965)¹⁹, che definì il concetto

¹⁹ Manne H.G., 1965. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* 73, 110–120.

di “market for corporate control”, il controllo dell’impresa è un asset che possiede un valore, che esiste a prescindere da ogni interesse, ed è oggetto di scambio sul mercato. La principale prova dell’esistenza di questo mercato è la riuscita di grandi acquisizioni. Questo mercato, infatti, consente a imprenditori capaci di acquisire il controllo e agli azionisti insoddisfatti di vendere le azioni. L’efficacia della scalata dipende anche dalla presenza di Large Shareholders e dalla struttura dei diritti di voto, che deve essere compatibile con il trasferimento del controllo. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove i Large Shareholders sono meno comuni, la scalata è uno dei principali mezzi per consolidare la proprietà.

Tuttavia, questo meccanismo presenta diverse sfide. Come evidenziato da Grossman e Hart (1980)²⁰, gli azionisti potrebbero scegliere di non vendere le proprie azioni e trarre beneficio dal progresso della società dovuto allo scalatore. La scalata comporta oneri significativi, tra cui spese legali, raccolta fondi, premi agli azionisti e riorganizzazione post-acquisizione. Un’alternativa alla scalata è la guerra delle deleghe o proxy fight, in cui il raider ottiene la delega di voto dagli azionisti di minoranza per installare una nuova direzione favorevole all’acquisizione, evitando di pagare il premio per il controllo. Questa strategia è considerata più economica e meno invasiva rispetto alla scalata ed è vantaggiosa per gli azionisti che già possiedono una quota significativa dell’impresa. I raider che utilizzano le deleghe non devono necessariamente possedere azioni della società: possono ottenere il controllo guadagnandosi la fiducia degli azionisti, promettendo un miglior governo societario. Tuttavia, essi possono godere di una minore credibilità rispetto a coloro che cercano di acquisire il controllo tramite un’acquisizione classica, rischiando il proprio capitale. Le regole e i regolamenti istituzionali del Paese non devono ostacolare questi processi, poiché influenzano la facilità con cui gli scalatori possono eseguire una scalata e beneficiare o espropriare gli azionisti di minoranza.

Il trasferimento del controllo deve essere approvato dalla maggioranza degli azionisti. Le norme interne rappresentano strategie organizzate dagli amministratori per difendersi dagli scalatori, espresse nello Statuto e che rendono il controllo più o meno contendibile.

²⁰ Grossman J.S., Hart D. O. “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation”, *The Bell Journal of Economics* (1980), pp. 42–64

Tuttavia, queste strategie difensive devono essere autorizzate dagli azionisti, il che non sempre avviene. Tra le strategie difensive più significative troviamo le seguenti:

- **Pillole avvelenate:** queste aumentano il costo della scalata e richiedono l'approvazione dell'Assemblea degli azionisti. Ne esistono tre tipi:
 1. **Flip in:** offre azioni ai soci esistenti a un prezzo favorevole, rendendo così più costoso e complicato il takeover.
 2. **Flip over:** permette agli azionisti della società target di comprare azioni della società acquirente a prezzi scontati.
 3. **Suicide pill:** il management della società target intraprende azioni rischiose per evitare il successo della scalata.

- **Terra bruciata:** riduce il valore dell'impresa, offrendo a qualcuno l'opzione di acquistare asset a prezzi inferiori di mercato in caso di cambio di controllo.

- **Greenmail:** il management della società target offre un prezzo superiore al valore di mercato per acquistare un pacchetto di azioni detenuto da un'altra impresa, scoraggiando così la scalata.

- **CdA ristretto:** solo una parte degli amministratori è eletta ogni anno dagli azionisti.

- **Limiti al trasferimento delle azioni o restrizioni ai diritti di voto.**

- **Maggioranza qualificata in Assemblea:** una percentuale di voti più elevata è richiesta per stabilire un cambio di controllo.

- **Paracadute d'oro:** garantisce ai dirigenti bonus e altri benefici nel caso di cambio di controllo, incentivandoli a non ostacolarlo.

- Struttura dei diritti di voto: una sola classe di azioni con diritti di voto e dividendi analoghi facilita il cambio del management.
- Struttura proprietaria: una proprietà concentrata rende più difficile l'esecuzione della scalata.

Le regole esterne all'impresa, come le leggi che regolano le scalate, i codici di autodisciplina e l'efficacia degli organi di controllo e dei tribunali, sono fondamentali per tutelare gli investitori sui mercati finanziari.

2.2.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni

La Pressione competitiva sul mercato dei beni rappresenta un secondo meccanismo esterno disciplinante relativamente alla concorrenza nel mercato di riferimento dell'impresa. Nei settori protetti da concorrenza estera, regolamentati, o in quelli maturi o poco innovativi, la mancanza di concorrenza è spesso causa di benefici privati più elevati perché sono maggiori le risorse finanziarie liquide disponibili per usi impropri. Nelle aziende in regime di monopolio, questa mancanza di concorrenza può portare a un aumento della quota di benefici non monetari rispetto a quelli monetari, a causa della spesa sostenuta dall'impresa. Questa azione nascosta, definita *consumption on the job*, è causa di inefficienza ex-post.

Lo studio di Vicente Cunat e di Maria Guadalupe "How does product market competition shape incentive contracts?"²¹ mette in evidenza come i pacchetti retributivi delle società britanniche siano sensibili ai cambiamenti del livello di concorrenza nel mercato. Essi, per evitare problemi di endogeneità della concorrenza nel settore, hanno sfruttato un esperimento quasi naturale come l'apprezzamento della sterlina nel 1996 che implicò un improvviso cambiamento dei costi e dei prezzi tra i prodotti stranieri e locali. Le imprese

²¹ Cunat V., Guadalupe M., "How does product market competition shape incentive contracts?", CEP Discussion Paper No 687, May 2005

in questo periodo hanno ridotto la parte fissa del compenso degli amministratori e aumentato quella variabile.

Anche la recente analisi di Graziano e Rondi (2016)²² sulle paghe dei CEO nelle imprese familiari italiane rileva l'importanza del mercato dei beni come strumento di governance. Nei settori più competitivi il legame tra paga e performance è più forte e il mercato riduce la possibilità dei CEO di ottenere benefici privati. Gli studiosi suggeriscono, quindi, di valutare se i pacchetti di remunerazione abbiano risentito dell'aumento della concorrenza negli ultimi anni, nei quali questo non è stato causato da un effetto esogeno come l'apprezzamento della valuta.

2.2.3 Competizione sul mercato dei manager

Un ulteriore meccanismo di Corporate Governance è legato alla competizione sul mercato dei manager. Un mercato del lavoro esecutivo efficiente consente alle imprese di sostituire rapidamente i manager incompetenti. Tuttavia, la competitività del mercato non è un dato implicito, ma dipende dall'uso di strumenti di compensazione che collegano il compenso alle prestazioni, cioè dal fatto che il manager sia remunerato in base ai risultati ottenuti.

Secondo Eugene Fama (1980)²³, la competizione tra i top manager rende il controllo del Consiglio di Amministrazione più efficiente, con un impatto positivo sulle performance aziendali. Sul mercato dei manager avviene un monitoraggio bidirezionale: i manager di livello inferiore controllano quelli di livello superiore per comprendere le dinamiche e la sensibilità della retribuzione alle prestazioni. Allo stesso tempo, i manager di livello superiore incentivano e valutano la produttività di quelli di livello inferiore.

²² Graziano C., Rondi L., "The impact of Market Competition and Family Ties on CEO Compensations", 2016

²³ Fama, E.F., 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88, 288–307

Fama sostiene che il sistema di incentivi basato sulle prestazioni sia efficace nel trattenere i manager migliori, una visione confermata anche da Jensen e Murphy (1990)²⁴. Infine, sul mercato del lavoro manageriale, l'effetto della reputazione è una variabile importante oltre alla competenza e alle performance dei manager. Secondo Jensen e Murphy, la variazione del capitale umano associato al manager, rappresentato dalle sue conoscenze e abilità, influenza la valutazione economica fatta dai mercati finanziari nei confronti del CEO, che dipende principalmente dalle performance dell'impresa sotto la sua gestione.

2.2.4 Il contesto istituzionale

Per quanto riguarda il contesto istituzionale i due principali sistemi giuridici dell'Occidente, il civil law e il common law, si distinguono per le loro fondamentali differenze. Il civil law, derivato dal diritto romano e predominante nei paesi europei, si basa su principi codificati in testi legislativi che fungono da fonte primaria del diritto. Questo sistema si avvale di astrazioni per formulare principi e distingue tra norme sostanziali e procedurali. Al contrario, il common law, originario della tradizione britannica e adottato nei paesi anglofoni, si fonda principalmente sui precedenti giurisprudenziali, attribuendo peso alle decisioni passate dei giudici in casi simili a quelli attuali.

Per quanto riguarda la Corporate Governance, l'aderenza a un particolare sistema legale influenza l'efficienza di specifiche procedure e l'attuazione di norme a favore della protezione dei diritti di proprietà, degli azionisti e degli stakeholders. Una serie di studi, pubblicati a partire dalla metà degli anni '90, fornisce evidenze sull'impatto delle istituzioni e dei sistemi legali sullo sviluppo economico e finanziario delle imprese. Ad esempio, Acemoglu et al. (2001)²⁵ e La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998)²⁶

²⁴ Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98, 225–264

²⁵ Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. A., "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation" *American Economic Review*, vol 91, no. 5 (pp. 1369-1401), dicembre 2001

²⁶ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.

hanno contribuito significativamente a questo campo di ricerca. Secondo questa letteratura, la presenza di istituzioni di alta qualità favorisce lo sviluppo finanziario, il quale a sua volta promuove la crescita economica. Gli studi dimostrano che il modello giuridico del common law è generalmente considerato superiore al civil law e presenta forti correlazioni positive con il grado di certezza del diritto, lo sviluppo finanziario e la dispersione dell'azionariato, nonché con la relativa separazione tra proprietà e controllo. In secondo luogo, sono stati pubblicati codici di autodisciplina da varie nazioni finanziariamente avanzate. Questi codici hanno lo scopo di assicurare gli investitori internazionali sull'adozione, da parte delle società quotate in un determinato paese, di un modello di governo societario allineato a quello di altri stati sviluppati, garantendo trasparenza verso gli azionisti e, in generale, mitigando i rischi e i fallimenti della corporate governance. Tra questi, si possono citare il Codice Preda in Italia (1999)²⁷ e il Cadbury Report pubblicato nel Regno Unito nel 1992. Tali codici non sono stati concepiti come regolamenti aventi forza cogente, ma piuttosto come linee guida di autodisciplina, con l'obiettivo di spingere le società quotate verso l'autodeterminazione e il rispetto etico-morale del codice stesso, oltre che del rispetto legale. Per conseguire gli stessi obiettivi, sono stati istituiti comitati per il controllo delle operazioni con parti correlate e comitati di remunerazione per i membri del consiglio di amministrazione.

Infine, anche le associazioni professionali svolgono un ruolo disciplinare nel governo societario, con l'istituzione di norme da rispettare per revisori, sindaci, gestori e analisti finanziari.

2.3 Meccanismi interni di corporate governance

I meccanismi interni di corporate governance possono essere riassunti in quattro macroaree: Il consiglio di amministrazione, Blockholders e investitori istituzionali, La

²⁷Il "Codice Preda" è il Codice di Autodisciplina italiano, pubblicato nel 1999 ma soggetto a modifiche fino al 2020 che è la versione attualmente in vigore. L'adesione al Codice da parte delle imprese quotate è facoltativa, perciò non ha valore di obbligo giuridico, ma le società che non aderiscono al Codice sono tenute a spiegarne le motivazioni al mercato.

disciplina del debito, La remunerazione dei dirigenti. Questi sono detti “interni” perché sono relativi a decisioni interne all’azienda e alle decisioni del governo dell’impresa. Data questa definizione rientra nello studio dei meccanismi interni anche la disciplina relativa al rischio di licenziamento dell’amministratore delegato.

2.3.1 Il Consiglio di Amministrazione

Nell’ordinamento giuridico italiano, il Consiglio di Amministrazione è l’organo principale per la gestione delle società di capitali, che comprende sia le società per azioni che le società a responsabilità limitata e le società in accomandita per azioni. La sua esistenza e funzione sono regolate dal Titolo V del Libro V del Codice Civile. Il diritto privato individua tre differenti sistemi di amministrazione adottabili dalle società di capitali:

- Il sistema tradizionale, utilizzato quando lo statuto non prevede altrimenti, prevede la presenza di un organo di gestione e di uno di controllo. Il primo può essere costituito dal Consiglio di Amministrazione o da un amministratore unico, mentre il secondo è rappresentato dal collegio sindacale. Entrambi gli organi sono eletti dall’Assemblea dei soci.
- Il sistema monistico, attivabile tramite disposizione statutaria, in cui il Consiglio di Amministrazione assume sia funzioni di gestione che di controllo, con l’eletto di un organo di controllo all’interno del Consiglio stesso. Il Consiglio di Amministrazione, a sua volta, è eletto dall’Assemblea dei soci.
- Il sistema dualistico, adottabile attraverso una scelta statutaria, in cui il ruolo di gestione è affidato al Comitato esecutivo, mentre il controllo è prerogativa del Comitato di supervisione. Quest’ultimo è designato dall’Assemblea dei soci e, a sua volta, nomina i membri del Comitato esecutivo.

La configurazione e la composizione del Consiglio di Amministrazione (CdA) sono aspetti cruciali per garantire una solida Corporate Governance.

Inizialmente, va considerato che il CEO o l'azionista di controllo possono assumere il ruolo di presidente del CdA, ma in tali circostanze è necessario designare un Lead Independent Director. Tuttavia, se il CEO assume contemporaneamente il ruolo di presidente, si verifica ciò che viene definito "CEO-Chair duality", una situazione vista negativamente esternamente a causa della concentrazione eccessiva di potere nelle mani di una singola persona.

Un ulteriore elemento da considerare riguarda le dimensioni del Consiglio di amministrazione. Le prove empiriche indicano una correlazione negativa tra il numero di amministratori presenti nel CdA e le performance aziendali.

Infine, il ruolo degli amministratori, in particolare quelli non esecutivi, esterni e indipendenti, sta diventando sempre più rilevante. Gli amministratori indipendenti devono soddisfare determinati requisiti:

- Non devono aver ricoperto il ruolo di amministratore esecutivo o dipendente della società negli ultimi tre anni.
- Non devono avere relazioni commerciali o professionali con la società al di là del compenso previsto per la loro carica.
- Non devono far parte del CdA di società controllate.
- Non devono essere affiliati con la società di revisione dei conti.
- La durata massima del loro mandato è di nove anni.

In teoria, la presenza degli amministratori indipendenti dovrebbe costituire un mezzo di monitoraggio e pressione sul management a difesa degli interessi degli azionisti, soprattutto quelli di minoranza che hanno meno rappresentanza, ma anche di consulenza e assistenza professionale. Tuttavia, nella pratica, gli amministratori indipendenti dispongono di meno informazioni operative, sono retribuiti dalla società stessa e il loro incarico è soggetto a riconferma da parte del management, rendendoli suscettibili all'influenza del manager secondo il detto "potrei fare, ma non lo faccio".

Le prove empiriche indicano che la presenza degli amministratori indipendenti influisce sulla probabilità di licenziamento di un manager dopo prestazioni deludenti (Adams et al., 2010²⁸) e che il prezzo delle azioni reagisce positivamente alla loro nomina. Tuttavia, uno studio condotto da Santella, Drago e Paone (2006²⁹, 2007³⁰) rivela che, in Italia, solo 5 degli 284 amministratori indipendenti tra le prime 40 società quotate rispettavano tutti i requisiti del Codice Preda. Tra i requisiti meno rispettati vi sono l'assenza di relazioni commerciali con la società, la limitazione del numero di incarichi professionali simultanei, la durata massima del servizio in carica e la partecipazione a più Consigli di Amministrazione di società controllate.

2.3.2 I block-holder

Il termine "block-holder" si riferisce a un investitore che possiede una quota significativa di azioni di una singola società, che può essere un singolo speculatore finanziario o un'organizzazione come fondi d'investimento, compagnie assicurative o banche. L'influenza del block-holder sulla società si manifesta attraverso l'esercizio del diritto di voto, consentendogli di influenzare la gestione aziendale. Questo avviene sia attraverso il voto in Assemblea, il cui peso può variare in base alla dimensione della quota posseduta e alla struttura dei diritti di voto adottata dall'impresa, sia mediante la minaccia della vendita delle azioni detenute, che può causare una riduzione del valore complessivo dell'azienda. La funzione di monitoraggio esercitata dai block-holder e dagli investitori istituzionali sui manager è efficace per due motivi principali. In primo luogo, l'azionista di controllo ha gli incentivi adeguati a esercitare questa funzione, poiché è in gioco la sua ricchezza personale. Inoltre, la presenza di un block-holder rende più credibile la minaccia di acquisizione. Tuttavia, questa funzione di monitoraggio non è sempre garantita. Ci sono situazioni in cui i block-holder e gli azionisti interni possono

²⁸Adams R.B., Hermalin B.E., Weisbach M.S., "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey", *Journal of economic literature*, 2010

²⁹Santella P., Paone G., Drago C., "How independent are independent directors? The case of Italy", *The Case of Italy* (March 2006)

³⁰Santella P., Paone G., Drago C., "Who cares about director independence?", SSRN 971189, 2007

colludere, o i grandi investitori istituzionali possono assumere un ruolo passivo in Assemblea, compromettendo così la capacità di monitoraggio sul management.

2.3.3 La disciplina del debito

Il ruolo della struttura di capitale costituisce un terzo processo interno di governance aziendale. La disciplina del debito, in particolare, si riferisce alla funzione disciplinante che il debito rappresenta nella mitigazione dei conflitti tra gli insider e gli outsider. I lavori di Jensen e Meckling (1976) e di Jensen (1986)³¹ mettono in luce come il debito possa offrire una soluzione ai costi di agenzia del capitale proprio, nonostante presenti anche problemi di incentivi e di agenzia.

I costi associati al debito sono diversi, come indicato da Jensen e Meckling (1976). Innanzitutto, vi sono i costi diretti, tra cui perdite finanziarie, spese legali e amministrative e un aumento dei tassi di interesse. I costi indiretti, meno facilmente quantificabili ma potenzialmente più significativi, includono la perdita di clienti e fornitori, la svendita di asset e tempi lunghi per il recupero dei crediti.

Un secondo costo è quello dell'"opportunity wealth loss". Ad esempio, se un manager-finanziatore decide di finanziare la sua azienda con un alto debito, avrà un forte incentivo a investire in progetti ad alto rendimento ma anche ad alto rischio. Tuttavia, se questi progetti dovessero fallire, il manager potrebbe non essere in grado di ripagare il debito, portando i finanziatori a limitare i prestiti o a richiedere tassi di interesse più elevati.

Infine, vi sono i costi di controllo e monitoraggio associati al debito, legati alla complessità dei contratti e delle clausole di garanzia.

³¹ Jensen M.C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American economic review*, 1986, JSTOR

Nonostante i costi, il debito comporta diversi benefici. In primo luogo, limita la discrezionalità del manager, spingendolo a operare in modo efficiente e a evitare investimenti non redditizi. Inoltre, riduce la necessità di finanziamenti esterni, contribuendo a ridurre i conflitti di interesse tra manager e azionisti (Rondi, 2007³²). Il debito implica anche una minore asimmetria informativa, grazie al monitoraggio costante delle banche, e crea una minaccia implicita di fallimento o scalata, incentivando i manager a gestire l'azienda in modo efficiente e aggressivo sul mercato.

2.3.4 Politiche di remunerazione del CEO

La **remunerazione dei dirigenti** è uno dei meccanismi interni di corporate governance che ha più impatto nei rapporti di agenzia fra manager dell'azienda e proprietari della stessa. Vista la rilevanza di questo specifico argomento ai fini dello studio di tesi, le politiche di remunerazione degli amministratori delegati sono approfonditamente presentate nel presente paragrafo.

La teoria manageriale studia il comportamento dei manager e il problema del controllo del loro operato all'interno dell'impresa. La letteratura in merito si differenzia soprattutto, in base all'autore, sulla funzione obiettivo del manager. Fra gli autori che hanno studiato l'argomento sono particolarmente degni di nota Marris, Williamson e Murphy, ognuno di loro propone un diverso punto di vista relativamente agli interessi perseguiti dal manager.

Per avere un quadro completo dell'argomento bisogna però prima analizzare il ruolo che le politiche di remunerazione hanno all'interno delle imprese partendo dai primi studi di Berle e Means (1932) sulla separazione fra proprietà e controllo, passando poi per gli studi effettuati negli anni 60, ad esempio da Marris, dagli studi sulla composizione della paga dei manager effettuati di Murphy nel 1999, arrivando in fine alla crisi del 2008. In quel periodo le grandi corporations si sono ritrovate davanti a grosse discrepanze fra

³² Rondi L., "Analisi economica dell'impresa" in "L'Impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili", Il Mulino, Bologna, 2007

remunerazioni elevatissime dei CEO e performance aziendali che non erano in grado di giustificare quel tipo di retribuzioni, alimentando ancor di più la preoccupazione dell'opinione pubblica in merito all'argomento, oltre che degli enti regolatori e degli istituti finanziari.

Nel loro studio del 1932, "The Modern Corporation and Private Property", Berle e Means³³ affrontarono la questione della separazione tra proprietà e controllo all'interno delle imprese. Questo concetto si riferisce alla situazione in cui gli azionisti, che forniscono il capitale, sono separati dai dirigenti, che prendono le decisioni operative. Tale separazione può generare conflitti di interesse potenziali, così come descritto dalla teoria del principale-agente. Berle e Means hanno evidenziato che il tradizionale concetto di proprietà, in cui gli azionisti detenevano uno status privilegiato basato sui diritti di proprietà, era divenuto obsoleto in quanto la separazione tra proprietà e controllo ha introdotto una nuova dinamica in cui i dirigenti aziendali svolgono un ruolo centrale nel processo decisionale, indipendentemente dagli interessi degli azionisti.

Questo dibattito ha successivamente rivestito un ruolo fondamentale, oltre che in ottica puramente economica, anche nella comprensione dell'etica e della responsabilità sociale delle imprese. Mentre alcuni sostengono che i dirigenti debbano concentrarsi esclusivamente sul rendimento finanziario per gli azionisti, altri ritengono che debbano considerare i diritti di tutti gli stakeholder dell'azienda, inclusi fornitori, clienti, dipendenti e la comunità locale.

Marris nel 1964 in "The Economic Theory of Managerial Capitalism" sviluppa i suoi studi a partire proprio dal concetto di separazione fra proprietà e controllo analizzato da Berle e Means, definendo come "impresa capitalista manageriale" quelle imprese con azionariato diffuso. In queste imprese gli azionisti (proprietari), che hanno come obiettivo quello di massimizzare il valore dell'impresa, sono tanti e posseggono quindi quote relativamente piccole. In questo caso di azionariato diffuso, gli azionisti hanno

³³ Berle A. e Means G. (1932) The Modern Corporation and Private Property. New York, Mc Millan.

scarso incentivo a opporsi alle decisioni del manager poiché farlo vorrebbe dire che il beneficio dato da questa azione sarebbe distribuito fra tutti gli azionisti, ma lo sforzo sostenuto esclusivamente dal singolo. Si può identificare tale problema come free riding da parte del singolo azionista che “aspetta” che qualcuno faccia i suoi interessi al posto suo.

La controparte all'interno dell'impresa capitalistica manageriale sono, chiaramente, i managers, che hanno come obiettivo quello di far crescere l'azienda così da ottenerne in cambio prestigio e denaro, ma fra crescita e profitto dev'esserci un trade-off; l'aumento eccessivo della crescita causa una diminuzione del profitto, e viceversa.

Lo strumento più forte che hanno gli azionisti per salvaguardare l'azienda da managers che non soddisfano le aspettative è la minaccia del licenziamento, ad esempio attraverso il take-over oppure le scalate ostili. Questo crea un mercato di managers che si contendono fra loro il controllo delle imprese ed è chiamato “Market for corporate control”. L'esistenza stessa di questo mercato rappresenta un incentivo per il manager a perseguire gli obiettivi dell'impresa così da non rischiare di perderne il controllo.

Lo studio della remunerazione dei managers e la relativa sensibilità rispetto a vari fattori, come il turnover dei manager e le prestazioni aziendali, ha suscitato e continua a suscitare interesse sia da parte di istituzioni pubbliche che da parte di accademici. Il lavoro di Murphy intitolato "Executive Compensation" del 1999³⁴ si colloca all'interno della letteratura e della ricerca empirica dedicata all'analisi delle retribuzioni dei dirigenti, con particolare attenzione alla componente incentivante. In generale dagli studi empirici viene individuata una correlazione, seppur non molto elevata, tra la compensazione dei manager e le performance azionarie. Una correlazione più significativa è stata invece riscontrata tra le retribuzioni dei CEO e le dimensioni dell'azienda. Il tema della Corporate Governance, in cui l'indennità dei dirigenti rappresenta uno strumento importante, è strettamente legato al problema della separazione tra proprietà e controllo che caratterizza il concetto moderno di impresa.

³⁴Murphy K. J., “Executive compensation”, Marshall School of Business, University of Southern California, 1999

All'interno del già citato studio di Murphy del 1999 denominato "Executive Compensation" vengono dettagliatamente descritte e analizzate singolarmente tutte le possibili componenti della remunerazione di un dirigente. Queste sono:

- Stipendio base
- Bonus annuali
- Stock options
- Premi azionari
- Piani di incentivo di lungo termine
- Fringe benefits

2.3.4.1 Stipendio base

Il processo di definizione degli stipendi base dei CEO si basa su un approccio di benchmarking competitivo, che impiega dati provenienti da indagini salariali generali integrate con analisi specifiche condotte dalle imprese stesse. Mentre le organizzazioni del settore pubblico e finanziario adottano metodologie di analisi settoriali più specifiche. I dati raccolti vengono quindi categorizzati in base alle dimensioni aziendali, spesso valutate attraverso indicatori come il fatturato e la capitalizzazione di mercato.

L'ampia diffusione dei sondaggi per la definizione degli stipendi base dei CEO ha consentito la creazione di campioni statistici che permettono di analizzare le tendenze in questo ambito e ha stimolato la ricerca empirica, rivelando diverse implicazioni significative. Prima di tutto, gli studi dimensionali condotti da Baker, Jensen e Murphy (1988)³⁵ e Rosen (1992)³⁶ hanno formalizzato e rafforzato la relazione tra la retribuzione dei dirigenti e le dimensioni aziendali. Inoltre, l'interpretazione comune degli stipendi al

³⁵ Baker, G.P., Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1988) Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *Journal of Finance*, 43, 593-616.

³⁶ Rosen, S. (1992) Contracts and the Market for Executives. In: Werin, L. and Wijkander, H., Eds., *Contract Economics*, Blackwell, Cambridge, 181-211.

di sotto o al di sopra del percentile 50, rispettivamente, come inferiori o superiori alla media di mercato ha influenzato gli adeguamenti nei livelli di retribuzione base.

Tuttavia, nonostante l'adattamento dei sondaggi alle dimensioni aziendali e al settore di appartenenza, essi non tengono conto di criteri considerati rilevanti da molti economisti per prevedere i livelli di reddito, come l'età, l'esperienza, l'istruzione e le prestazioni. Inoltre, le dimensioni aziendali non sono un indicatore perfetto delle competenze manageriali, della complessità del lavoro e dell'ampiezza del controllo, il che può distorcere e rendere imprecisa la misurazione degli stipendi base basata su questo unico criterio.

Nonostante rappresentino una percentuale sempre più ridotta della retribuzione totale, gli stipendi base ricevono un'attenzione considerevole da parte dei dirigenti, poiché costituiscono un elemento fondamentale nei contratti di lavoro dirigenziali, garantiscono un certo livello di stabilità e sono spesso utilizzati come riferimento per altre componenti retributive. Ad esempio, i bonus target e le concessioni di opzioni sono spesso correlati al livello dello stipendio base. Di conseguenza, anche un modesto aumento dello stipendio base può avere effetti significativi su altre componenti retributive.

Nella figura seguente, viene illustrato il livello dei compensi dei CEO e la loro suddivisione nelle diverse componenti che li compongono, utilizzando come riferimento un campione di aziende americane analizzato da Murphy.

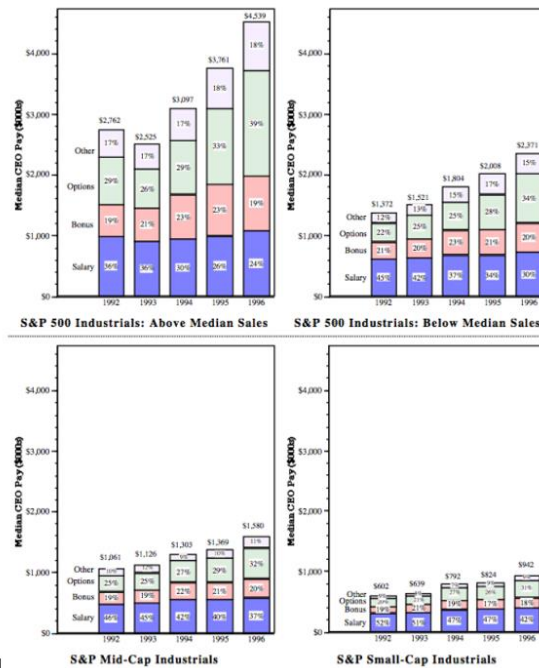


Figura 1: Composizione dei compensi dei CEO per dimensione aziendale. Fonte: Murphy 1999

2.3.4.2 Bonus

La strutturazione dei piani di bonus annuali per i CEO è una prassi comune in quasi tutte le aziende, sebbene le descrizioni di tali incentivi dirigenziali spesso non siano esaustive. Nonostante la diversificazione tra imprese e settori, i piani di bonus possono essere categorizzati in base a tre elementi chiave: le metriche di valutazione delle prestazioni, gli standard di performance e la struttura del rapporto tra remunerazione e risultati conseguiti. Di seguito una struttura predefinita che solitamente viene seguita:

- Il bonus non viene erogato fino a quando non viene raggiunto un determinato "livello di soglia" di performance (Performance Threshold).
- Nel caso in cui l'azienda raggiunga il "livello di soglia", viene corrisposto un bonus minimo, espresso come percentuale del bonus obiettivo.

- Se la performance raggiunge il livello standard (Performance Standard), viene corrisposto il bonus target.
- Oltre una soglia massima di performance, il bonus rimane fisso al valore massimo, noto come bonus cap, il quale è anch'esso espresso come percentuale del bonus target o come suo multiplo.

La fascia intermedia, compresa tra il minimo e il cap, è comunemente definita "incentive zone" e indica il range di performance in cui un miglioramento delle performance aziendali si traduce in un incremento proporzionale del bonus. Questa struttura può essere rappresentata graficamente tramite una spezzata, come illustrato nella figura seguente.

Un esempio tipico di tale struttura è presentato nella Figura 2.

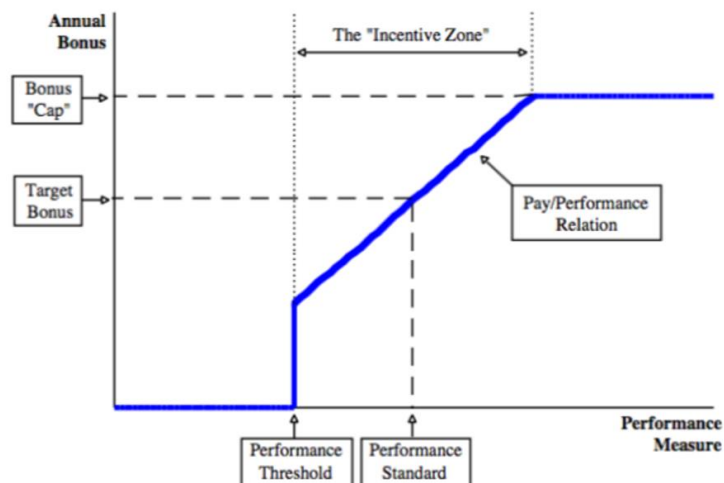


Figura 2: Piano di incentivo annuale tipico. Fonte: Murphy, 1999

Considerando un campione di 177 società statunitensi quotate in borsa e suddivise in tre settori distinti - utilities, istituzioni finanziarie e industriali - si osservano le modalità di implementazione dei piani di incentivo annuale. Meno della metà delle aziende impiega un singolo parametro di valutazione delle prestazioni, mentre la maggioranza adotta due o più metriche. In molti casi, le misure multiple sono additive e trattate come piani

distinti; in altri, sono moltiplicative, il che implica che il bonus legato a una metrica di prestazione possa variare a seconda del conseguimento di un'altra. Inoltre, i pagamenti dei bonus possono essere determinati attraverso una matrice di metriche di performance.

Anche se le aziende si avvalgono di una varietà di metriche di performance finanziarie e non, la maggior parte di esse fa affidamento su indicatori contabili come fatturato, utile netto, utile ante imposte, EBIT o EVA. Questo vale anche per le aziende che utilizzano più misure: il 91% di esse incorpora almeno una misura contabile nei loro piani di incentivo. Inoltre, i bonus possono essere influenzati da prestazioni misurate tramite indicatori finanziari come EPS o da misure di rendimento, come il rendimento sul capitale.

Oltre alle metriche finanziarie, vengono impiegate metriche non finanziarie, tra cui la valutazione delle prestazioni individuali, il soddisfacimento del cliente e il raggiungimento di obiettivi operativi o strategici. Tuttavia, è meno comune che le istituzioni finanziarie adottino metriche non finanziarie rispetto alle imprese industriali. Ogni metrica di prestazione nel piano di bonus annuale è accompagnata da uno standard di performance, che nella maggior parte dei casi è basato su un singolo criterio. Ad esempio, se la misura di crescita è specificata come parametro di valutazione, lo standard è rappresentato dalle prestazioni dell'anno precedente, mentre se si fa riferimento all'EVA, lo standard è identificato come il costo del capitale dell'azienda.

Murphy (1999) ha realizzato una classificazione degli standard di prestazione:

- Standard di budget: Questi standard includono piani di incentivazione che sono correlati alle prestazioni, valutate in relazione agli obiettivi di budget annuale dell'azienda, come ad esempio i guadagni netti. Questo tipo di standard è comunemente riscontrato nell'analisi empirica di Murphy.
- Prior-year standard: Questi standard fanno riferimento a piani di bonus che si basano sulla crescita o sul miglioramento anno dopo anno di determinati

parametri, come la crescita delle vendite o dell'EPS, o ancora sull'incremento dei profitti operativi. Questi standard sono ampiamente diffusi.

- Standard discrezionali: Questi standard riguardano piani di incentivazione in cui gli obiettivi di performance sono determinati direttamente dal Consiglio di Amministrazione, dopo una revisione del piano aziendale della società, delle performance dell'anno precedente, delle performance previste e di una valutazione soggettiva della difficoltà nel raggiungimento delle prestazioni previste. Questi standard sono poco utilizzati.
- Peer group standard: Questi standard includono piani di bonus che valutano le performance rispetto a un livello fisso, come ad esempio un rendimento del 10% sulle attività, in cui tale 10% rimane costante nel tempo o varia in modo predeterminato indipendentemente dalle performance effettive. Anche questi standard sono comunemente riscontrati.
- Timeless standard: Questi standard sono caratterizzati da parametri indipendenti dal tempo e sono generalmente espressi come una percentuale di una specifica misura di performance. Questi sono i meno utilizzati.
- Cost of capital standard: Questi standard si basano sul costo del capitale dell'azienda, ad esempio attraverso un piano di bonus che si riferisce all'EVA. Anche questi standard sono poco utilizzati.

La struttura del rapporto tra retribuzione e performance può essere determinata in una varietà di modi diversi. Il metodo di pagamento più diffuso è il piano 80/120 caratterizzato dal fatto che nessun bonus viene elargito fino a quando la performance non raggiunge o non supera l'80% dello standard di prestazione prefissato. La struttura dei rapporti tra retribuzione e performance può variare in diversi modi. Il metodo di pagamento più comune è il piano 80/120, dove nessun bonus viene erogato fino a quando la performance non raggiunge o supera l'80% dello standard di prestazione prefissato, mentre il bonus massimo è concordato al 120%. Sebbene le combinazioni 80/120 siano le più diffuse per la soglia e il tetto massimo di performance, altre

combinazioni comuni (in ordine decrescente di frequenza) includono 90/110, 95/100, 50/150, 80/110, 90/120 e 80/140.

Il secondo tipo di piano più diffuso, utilizzato dal 31% delle aziende nel campione, è noto come approccio Modified Sum-of-Targets: a ciascun partecipante viene assegnato un obiettivo di bonus e la loro somma definisce il target del pool bonus. Alla fine dell'anno, il pool bonus effettivo viene determinato aumentando o diminuendo il target del pool a seconda che la performance ottenuta superi o meno lo standard di performance. Il pool bonus viene generalmente suddiviso tra i partecipanti in base ai loro obiettivi di bonus individuali, con una parte del pool che potrebbe finanziare premi discrezionali per riconoscere le performance individuali.

Tuttavia, ci sono alcune problematiche legate all'utilizzo dei piani di bonus annuali. Le misurazioni contabili sono retrospettive e a breve termine, e i manager potrebbero evitare azioni che ridurrebbero la redditività attuale ma aumenterebbero quella futura. Inoltre, le misurazioni contabili possono essere soggette a manipolazioni attraverso aggiustamenti discrezionali nei ratei o spostamenti dei guadagni tra periodi.

Gli standard di performance possono creare problemi quando i dipendenti influenzano il processo di definizione. Gli standard basati sul budget, ad esempio, possono incentivare azioni nell'anno corrente che potrebbero avere effetti indesiderati sul budget dell'anno successivo. Gli standard basati sulla performance dell'anno precedente possono portare a un effetto ratchet e allo shirking, poiché i manager sanno che una buona performance attuale sarà penalizzata nel prossimo periodo con un aumento dello standard di performance.

I piani di bonus basati su standard atemporal, sul costo del capitale e sui gruppi di pari non sono facilmente influenzati dai partecipanti. Tuttavia, le non linearità nei piani di bonus possono causare problemi di incentivo prevedibili, soprattutto se i risultati indicano che la performance annuale supererà quella richiesta per raggiungere il bonus massimo, portando i manager a trattenere gli sforzi o a cercare di posticipare guadagni futuri. Allo stesso modo, se le prestazioni previste sono sotto la zona di incentivazione, i manager potrebbero scontare futuri profitti, soprattutto verso la fine dell'anno, per garantire il raggiungimento del bonus minimo nell'anno corrente.

Oltre ai piani di bonus basati sulla performance attuale, molte aziende offrono piani di incentivazione a lungo termine (LTIP), che si basano su un orizzonte temporale di tre o cinque anni. Nel 1996, circa il 27% degli amministratori delegati delle società S&P 500 ha ricevuto tali pagamenti, con una struttura simile a quella dei piani di bonus annuali illustrata nella figura 2.

2.3.4.3 Premi azionari

Secondo lo studio condotto da Murphy, circa il 28% delle aziende nell'S&P 500 offrivano “restricted stock” ai propri CEO nel 1996, rappresentando in media circa il 6% della loro remunerazione totale. I premi azionari sono un'alternativa alle opzioni su azioni che consistono in azioni assegnate con vincoli (restricted stock) al loro trasferimento. Kole (1997)³⁷ evidenzia che i premi azionari sono più diffusi nelle aziende chimiche e nei settori di produzione di macchinari industriali rispetto alle società metallurgiche, alimentari o di beni di consumo. Inoltre, sono più comuni nelle società ad alta intensità di ricerca e sviluppo rispetto a quelle meno orientate alla Ricerca e Sviluppo.

2.3.4.4 Stock options

Murphy (1998) dichiara: “le stock options sono contratti che danno al destinatario il diritto di acquistare una quota di azioni a un prezzo di esercizio (o strike price) determinato in precedenza per un periodo prefissato.” È possibile identificare tre fasi nella vita di un'opzione:

1. *Granting period*: lasso di tempo durante il quale l'azienda concede ai propri dirigenti il diritto di acquistare un determinato numero di azioni a un prezzo

³⁷ Kole R., “The complexity of compensation contracts”, Journal of Financial Economics, 1997, vol. 43, issue 1, 79-104

predeterminato. Tale periodo si conclude con la data di assegnazione, nota come *granting date*.

2. *Vesting period*: è il periodo intercorrente tra la data di assegnazione e la data di maturazione (*vesting date*). Durante questa fase, le opzioni non conferiscono alcun diritto e spesso non sono trasferibili.
3. *Exercising period*: è il periodo successivo alla data di maturazione, durante il quale il dirigente può esercitare il proprio diritto di opzione, entro la data di scadenza prestabilita (*expiration date*).

Di solito, le opzioni diventano esercitabili gradualmente nel corso del tempo in modo lineare, seguendo, ad esempio, piani di cinque o dieci anni. Secondo lo studio di Murphy negli Stati Uniti, la maggior parte dei piani prevede un termine di dieci anni (83% dei casi). Tali opzioni possono anche essere soggette al raggiungimento di determinati obiettivi, al mantenimento del rapporto di lavoro o essere indicizzate al mercato o all'industria di riferimento.

Quando il dirigente esercita l'opzione, ottiene un compenso pari alla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione in quel momento e il prezzo di esercizio, che, nel 95% dei casi, coincide con il prezzo di mercato delle azioni alla data di assegnazione.

Nonostante le stock option siano un valido strumento per allineare gli obiettivi dei manager, poiché il pagamento derivante dall'esercizio dell'opzione aumenta con l'aumento del prezzo delle azioni, esse non replicano perfettamente la proprietà effettiva di una quota azionaria per diverse ragioni. In primo luogo, le opzioni compensano solo l'apprezzamento delle azioni e non considerano il rendimento totale per gli azionisti, quindi i manager possono avere incentivi a ridurre i dividendi distribuiti e favorire il riacquisto di azioni proprie. In secondo luogo, poiché il valore dell'opzione aumenta con la volatilità del prezzo delle azioni, i manager possono essere incentivati a perseguire investimenti ad alto rischio. Terzo, i manager possono perdere interesse se il prezzo delle azioni scende al punto da rendere poco praticabile l'esercizio dell'opzione; in tali casi, è comune che richiedano una rinegoziazione del prezzo di esercizio al fine di ottenere comunque un guadagno.

Al momento dell'emissione, le stock option hanno un valore intrinseco, rappresentato dalla differenza tra il prezzo di mercato attuale e il prezzo di esercizio, e un valore temporale, che riflette la probabilità che l'opzione diventi in the money prima della sua scadenza, cioè con un valore intrinseco positivo. Quest'ultima dipende dalla volatilità delle azioni sottostanti e dalla durata dell'opzione stessa.

Il calcolo del costo opportunità sostenuto dall'azienda nel tempo per garantire un piano di stock option è solitamente effettuato utilizzando la formula Black-Scholes (1973)³⁸, il metodo più conosciuto e utilizzato a tal fine. Secondo questa formula, il valore di un'opzione call è determinato dalla differenza tra il prezzo attuale dell'asset sottostante, scontato al tasso del dividendo atteso, e il prezzo di esercizio, scontato al tasso di interesse privo di rischio. Entrambi questi valori sono poi moltiplicati per la probabilità che il prezzo del titolo, alla scadenza, superi il prezzo di esercizio dell'opzione. La formula si basa sull'assunzione che gli investitori siano neutrali al rischio e che tutti gli asset si apprezzino al tasso risk-free, ovvero al rendimento dei titoli del tesoro americani.

È cruciale comprendere che esiste una disparità tra il valore di una stock option per il beneficiario del diritto di esercitarla e il costo effettivo sostenuto dalla società per garantire tale diritto. Infatti, per gli azionisti, il costo di garantire un'opzione è superiore al valore percepito dall'executive che ne beneficerà, e quindi dovrebbe essere offerto solo se l'effetto incentivante generato e il conseguente miglioramento delle performance superano la differenza tra il costo per l'azienda e il valore per il manager.

L'espressione è la seguente:

$$Option\ Value = P * e^{-\ln(1+d)T} * N(z) - X * e^{-\ln(1+r)T} * N(z - \sigma\sqrt{T})$$

P = prezzo azionario alla data di assegnazione

d = dividend yield annualizzato

T = data di scadenza in anni

X = prezzo d'esercizio

³⁸ Black F., Scholes M., "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 637-654

r = tasso di interesse risk-free

σ = volatilità prezzo annuale

$N(\cdot)$ = funzione di distribuzione normale cumulata

$$z = \frac{\ln\left(\frac{P}{X}\right) + \left(\ln(1+r) - \ln(1+d) + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

2.3.4.5 Fringe benefits

I fringe benefits costituiscono una modalità di compensazione non monetaria, in cui spesso i dipendenti ottengono l'uso di beni aziendali come auto, telefoni cellulari o computer, o la possibilità di usufruire di servizi come corsi di formazione. Questo si traduce in un reddito in natura che si aggiunge al compenso tradizionale. I dirigenti di alto livello sono frequentemente inclusi in piani pensionistici supplementari (SERP), i quali non sono soggetti a qualificazione fiscale e possono assumere forme variegata, come basarsi su anni di servizio accreditati (potenzialmente differenti dagli anni di servizio effettivi) o su variabili legate all'inflazione o alle performance aziendali.

Tali pagamenti spesso non vengono divulgati, poiché i beneficiari pensionati non rivestono più ruoli direttivi all'interno dell'azienda e la trasformazione dei pagamenti futuri in retribuzione annuale attuale risulta complessa e arbitraria. Questa mancanza di trasparenza, insieme a racconti di pagamenti significativi, talvolta resi pubblici, ha portato alcuni osservatori a etichettare i piani pensionistici come "compensazione invisibile".

2.3.5 Rischio di licenziamento

Il turnover, ovvero il rischio di licenziamento per il CEO, rappresenta un potente incentivo per gli azionisti. La credibilità di questa minaccia dipende dalle conseguenze negative che comporta per il manager. Tali conseguenze possono essere di natura economica, poiché comportano la perdita dello stipendio, ma anche di carattere reputazionale, in quanto un licenziamento per scarse performance non è certo motivo di lode.

Numerosi studi, tra cui quelli condotti da Coughlan e Schmidt (1985)³⁹ e da Warner, Watts e Wruck (1988)⁴⁰, hanno dimostrato l'esistenza di una relazione negativa tra le performance aziendali, al netto del mercato, e la probabilità di un turnover nella gestione aziendale. Weisbach (1988)⁴¹ ha evidenziato che tale legame è più forte nelle aziende con un elevato numero di amministratori indipendenti. Parrino (1997)⁴² ha inoltre rilevato che le aziende con performance inferiori rispetto al proprio settore tendono ad assumere CEO dall'esterno piuttosto che promuovere internamente.

Lo studio condotto da Murphy (1999) conferma la relazione negativa tra performance e probabilità di turnover. Infatti, come illustrato nella figura seguente, il tasso di licenziamento dei CEO meno performanti (primo quartile) è in media superiore rispetto a quello dei manager con risultati migliori, con una percentuale del 15% rispetto al 10,8%. Tale differenza persiste per 23 dei 26 anni analizzati.

La Figura 3 mostra i tassi di licenziamento anno per anno per i CEO delle società S&P 500 raggruppati a seconda che le prestazioni aziendali nei due anni precedenti siano scese al di sotto o al di sopra del quartile inferiore di performance.

³⁹ Coughlan A.T., Schmidt R.M., "Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation", *Journal of accounting and economics*, 1985 - Elsevier

⁴⁰ Warner J.B., Watts R.L., Wruck K.H., "Stock prices and top management changes", *Journal of financial Economics*, 1988 - Elsevier

⁴¹ MS Weisbach M.S., "Outside directors and CEO turnover", *Journal of financial Economics*, 1988 - Elsevier

⁴² Parrino R., "CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis", *Journal of financial Economics*, 1997 - Elsevier

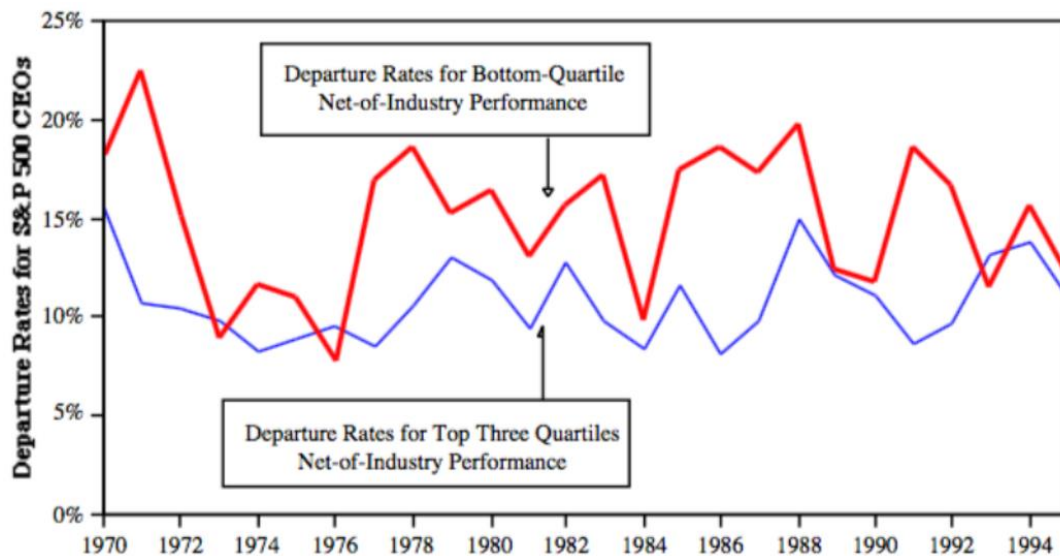


Figura 3: Departure Rate CEO S&P 500 nel periodo 1970-1994. Fonte: Murphy, 1999

Dall'analisi si nota che, i tassi di licenziamento per i CEO con scarse prestazioni passano dal 22,5% nel 1971 al 7,7% nel 1976 (in media 15,0%) mentre quelli per i CEO con prestazioni migliori vanno dal 15,6% nel 1970 all'8,0% nel 1986 (in media 10,8%). È possibile quindi affermare che i tassi di licenziamento per i CEO con prestazioni scadenti hanno superato quelli per i manager con buone prestazioni in tutti tranne tre dei 26 anni del campione. Diversi studi effettuati mostrano come il turnover, nelle aziende di dimensione maggiore, sia principalmente correlato all'età dei dirigenti; il contrario accade invece nelle piccole società dove il licenziamento dell'amministratore delegato è dovuto soprattutto alle sue prestazioni non soddisfacenti.

Dall'analisi emerge che i tassi di licenziamento per i CEO con scarse prestazioni sono diminuiti significativamente nel corso degli anni. Nel dettaglio, essi sono passati dal 22,5% nel 1971 al 7,7% nel 1976, con una media del 15,0%. Al contrario, i tassi di licenziamento per i CEO con prestazioni migliori sono variati dal 15,6% nel 1970 all'8,0% nel 1986, con una media del 10,8%. È quindi evidente che, per la maggior parte dei 26 anni presi in considerazione, i tassi di licenziamento per i CEO con prestazioni scadenti hanno superato quelli per i manager con buone prestazioni.

Diversi studi hanno dimostrato che, nelle aziende di dimensioni maggiori, il turnover è principalmente correlato all'età dei dirigenti, mentre nelle piccole società, è soprattutto determinato dalle prestazioni non soddisfacenti del CEO.

Capitolo 3: Il contesto italiano delle imprese quotate

3.1 La struttura proprietaria e finanziaria delle imprese italiane

Il seguente paragrafo offre un'analisi approfondita delle performance finanziarie e della struttura proprietaria delle imprese italiane quotate attraverso indicatori finanziari chiave come la leva finanziaria, il margine EBITDA e i rapporti di indebitamento. Viene messo in luce anche l'impatto che la quotazione in borsa ha sulle aziende. Inoltre, vengono presentati studi sulla struttura proprietaria delle società italiane quotate basati sul rapporto CONSOB del 2022. L'obiettivo del capitolo è fornire una comprensione esaustiva delle dinamiche finanziarie e dei modelli di proprietà in Italia.

3.1.1 Struttura proprietaria

È possibile analizzare la struttura proprietaria delle imprese quotate in Italia grazie ai report annuali della CONSOB⁴³ sulla corporate governance. Di seguito viene analizzato il report per l'anno 2022.

Come riportato dal Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane (2022), si nota che alla fine del 2021, il numero di società italiane con azioni ordinarie quotate sull'Euronext Milan (EXM)⁴⁴ ammontava a 216, con una capitalizzazione complessiva superiore a 583 miliardi di euro. Più della metà delle aziende quotate fare parte del settore industriale, che rappresenta all'incirca il 36,6% del valore totale di mercato. Il settore dei servizi rappresenta il 23,6% e quello finanziario il 22,2% delle società quotate, corrispondenti rispettivamente al 30,8% e al 32,6% della capitalizzazione totale (Figura 5).

⁴³ CONSOB: Commissione nazionale per le società e la borsa, è un'autorità amministrativa indipendente con autonomia giuridica e operativa. Essa rappresenta l'organo di controllo del mercato finanziario italiano.

⁴⁴ Borsa Italiana è entrata in Euronext nel 2021 e conseguentemente il Mercato Telematico Azionario (MTA) ha cambiato nome in, appunto, Euronext Milano (EXM)

2021	<i>totale</i> <i>total</i>	finanziario financial	industriale industrial	servizi services	2021
società					companies
numero	216	48	117	51	number
% totale	100.0	22.2	54.2	23.6	% total
capitalizzazione (azioni ordinarie; milioni di euro)					capitalisation (ordinary shares; millions of euro)
media	2,702	3,962	1,826	3,526	mean
mediana	410	908	318	467	median
totale	583,757	190,193	213,724	179,838	total
% totale	100.0	32.6	36.6	30.8	% total

	Ftse Mib	Mid Cap	Star	altro other	
società					companies
numero	33	35	68	80	number
% totale	15.3	16.2	31.5	37.0	% total
capitalizzazione (azioni ordinarie; milioni di euro)					capitalisation (ordinary shares; millions of euro)
media	13,690	2,070	707	142	mean
mediana	8,888	1,655	356	85	median
totale	451,773	72,462	48,114	11,407	total
% totale	77.4	12.4	8.2	2.0	% total

Figura 5: Capitalizzazione di mercato delle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2022)

Per quanto concerne la concentrazione proprietaria delle imprese è possibile notare come essa sia leggermente cresciuta: in particolare la quota del principale azionista a fine 2021 è in media pari al 49% del capitale, rispetto al 47,6% del 2020, mentre la quota detenuta dal mercato è scesa al 39% del capitale, rispetto al 40% del 2020 (Figura 6). Coerentemente con gli anni precedenti, le famiglie continuano a essere i principali azionisti di riferimento, controllando il 63,4% delle imprese quotate (Figura 7), prevalentemente di minori dimensioni (incluse nell'indice Star⁴⁵ o non incluse in alcun indice) e attive nel settore industriale. Lo Stato e gli altri enti locali rappresentano l'azionista di riferimento nell'11,6% delle società, principalmente di maggiori dimensioni e appartenenti al settore dei servizi. Non è possibile individuare un azionista di controllo

⁴⁵ L'indice FTSE Italia STAR è un indice del segmento STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) che comprende società per azioni di medie dimensioni, ovvero con capitalizzazione fino ad un miliardo di Euro ed è gestito da Borsa Italiana.

(UCA)⁴⁶ per circa il 19% degli emittenti, prevalentemente imprese di maggiori dimensioni attive nel settore finanziario.

	1998	2011	2019	2020	2021	
primo azionista						largest shareholder
quota media	48.7	46.1	47.8	47.6	49.0	average stake
quota media ponderata	34.7	35.7	31.9	31.4	32.2	weighted average
altri azionisti rilevanti						other major shareholders
quota media	14.7	17.6	12.2	12.4	12.1	average stake
quota media ponderata	10.0	11.4	8.3	10.2	11.0	weighted average
mercato						market
quota media	36.5	36.3	40.0	40.0	39.0	average stake
quota media ponderata	55.3	52.9	59.8	58.4	56.8	weighted average
partecipazione di controllo						controlling share
quota media	51.7	49.7	49.0	49.3	51.4	average stake
quota media ponderata	35.0	35.7	30.8	30.6	31.6	weighted average

Figura 6: Concentrazione proprietaria nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane, 2022)

	2012	2019	2020	2021	
famiglie					families
numero società	152	145	144	137	number of companies
% totale	60.6	63.6	64.0	63.4	% total
% capitalizzazione totale	26.4	25.6	27.2	25.6	% total market capitalisation
Stato ed enti locali					State and local authorities
numero società	22	24	25	25	number of companies
% totale	8.8	10.5	11.1	11.6	% total
% capitalizzazione totale	41.7	39.7	39.3	35.3	% total market capitalisation
istituzioni finanziarie					financial institutions
numero società	9.0	12	7	6	number of companies
% totale	3.6	5.3	3.1	2.8	% total
% capitalizzazione totale	0.6	3.4	4.2	2.3	% total market capitalisation
misto					mixed
numero società	20	7	7	8	number of companies
% totale	8.0	3.1	3.1	3.7	% total
% capitalizzazione totale	6.8	0.7	0.5	1.0	% total market capitalisation
no UCA					no UCA
numero società	48	40	42	40	number of companies
% totale	19.1	17.5	18.6	18.5	% total
% capitalizzazione totale	24.5	30.6	28.7	35.9	% total market capitalisation

⁴⁶ UCA: Ultimate Controlling Agent ovvero l'azionista di controllo della società.

Figura 7: Identità dell'azionista di controllo (ultimate controlling agent - UCA) nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022)

La presenza di investitori istituzionali nel capitale delle società quotate italiane ha mostrato una diminuzione alla fine del 2021 rispetto agli anni precedenti. Come riportato nella figura 8, il numero di imprese in cui questi investitori possiedono partecipazioni superiori alla soglia di trasparenza proprietaria è sceso da 65 nel 2020 a 55 nel 2021, con una quota media che si aggira intorno all'8%. Inoltre, il numero totale di partecipazioni rilevanti detenute è diminuito da 84 nel 2020 a 72. Questo calo è attribuibile principalmente agli investitori stranieri, la cui presenza nel 2021 ha toccato i livelli più bassi dal 2013 in termini di numero di società partecipate e dal 2014 in termini di partecipazioni rilevanti. Al contrario, il numero di emittenti partecipati in misura rilevante da investitori istituzionali italiani è rimasto stabile a 18, prevalentemente società di piccole dimensioni, mentre il numero di partecipazioni di questi ultimi è aumentato di una unità.

	2011	2019	2020	2021	
almeno un investitore istituzionale					at least one institutional investor
numero società	75	67	65	55	number of companies
% totale	28.8	29.4	28.9	25.5	% total
quota media	7.7	8.2	7.8	8.0	average stake
almeno un investitore istituzionale italiano					at least one Italian institutional investor
numero società	48	14	18	18	number of companies
% totale	18.5	6.1	8.0	8.3	% total
quota media	6.7	7.2	6.7	7.2	average stake
almeno un investitore istituzionale estero					at least one foreign institutional investor
numero società	36	55	50	40	number of companies
% totale	13.8	24.1	22.2	18.5	% total
quota media	7.1	8.2	7.7	7.8	average stake

Figura 8: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022)

La figura 9 fornisce un'analisi delle azioni a voto maggiorato nelle società quotate italiane. Come indicato nella tabella, alla fine del 2021 il voto maggiorato era previsto nello statuto di 69 emittenti (in aumento rispetto ai 64 del 2020), rappresentando poco più del 18% del valore complessivo di mercato. Questa previsione è particolarmente diffusa nei settori industriale e dei servizi, nonché tra le società di dimensioni più ridotte. Il fenomeno del voto plurimo rimane marginale, essendo previsto in sole quattro società.

2021	<i>totale total</i>	<i>finanziario financial</i>	<i>industriale industrial</i>	<i>servizi services</i>	2021
società con azioni a voto maggiorato			companies with loyalty shares		
numero società	69	9	38	22	number of companies
% capitalizzazione settore	18.2	7.8	22.5	24.2	% industry market capitalisation
società con azioni a voto plurimo			companies with multiple voting shares		
numero società	4	--	2	2	number of companies
% capitalizzazione settore	0.3	--	0.3	0.4	% industry market capitalisation

	Ftse Mib	Mid Cap	Star	altro other	
società con azioni a voto maggiorato			companies with loyalty shares		
numero società	4	16	32	17	number of companies
% capitalizzazione indice	6.4	56.5	68.5	31.2	% index market capitalisation
società con azioni a voto plurimo			companies with multiple voting shares		
numero società	--	--	3	1	number of companies
% capitalizzazione indice	--	--	2.3	3.7	% index market capitalisation

Figura 9: Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022).

3.1.2 Struttura finanziaria

L'Italia è un Paese in cui la maggior parte delle imprese sono PMI ovvero piccole e medie imprese, in particolare un'azienda rientra nella definizione di PMI se ha meno di 250 dipendenti e se ha un fatturato non superiore a 50 milioni di euro all'anno, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro. Per questo motivo l'analisi della struttura finanziaria viene di seguito effettuata su un campione di 42 imprese

quotate al mercato AIM ITALIA⁴⁷ nel triennio 2017-2019. Il campione, estratto dai dati presenti nel database AIDA⁴⁸ al 2019, rappresenta circa un terzo del totale delle imprese quotate al AIM nello stesso anno.

Per poter comprendere al meglio l'analisi è necessario effettuare una sintesi e una breve spiegazione dei principali indicatori di bilancio presenti in figura 10:

- Fatturato: rappresenta i ricavi delle vendite in un anno per un'azienda e perciò corrisponde al totale dei servizi e/o prodotti venduti moltiplicati per i corrispettivi prezzi;
- EBITDA Margin: $\frac{EBITDA}{Fatturato}$ ⁴⁹ è un altro indicatore dello stato di salute dell'impresa e serve a valutare preliminarmente il margine dell'azienda rispetto alle vendite effettuate;
- $\frac{EBITDA}{Oneri\ finanziari}$: indicatore che indica la percentuale di margine operativo lordo rispetto agli oneri finanziari;
- $\frac{PNF}{EBITDA}$: il rapporto Posizione Finanziaria Netta su Ebitda aiuta a comprendere la sostenibilità del debito, al netto delle liquidità;
- il rapporto di indebitamento (Leverage): è il rapporto $\frac{Totale\ Attivo}{Patrimonio\ netto}$ relativo allo Stato Patrimoniale e ha come obiettivo quello di verificare l'equilibrio della struttura finanziaria;
- Current Ratio: misurato come $\frac{Attività\ correnti}{Passività\ correnti}$, è una misura della capacità di vendere beni tangibili per ripagare i debiti a breve termine, è quindi utile per valutare la liquidità a breve termine di un'azienda;
- il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari della società, serve per capire quanto costano all'anno, in percentuale, di debiti finanziari dell'impresa.

⁴⁷ AIM ITALIA è il mercato di Borsa Italiana, nato nel 2012, per le PMI che possono accedere alla quotazione in borsa tramite una procedura semplificata.

⁴⁸ AIDA è una banca dati, realizzata da Bureau van Dijk S.p.A., che contiene i bilanci e i dati anagrafici di tutte le società di capitale italiane, tranne che di Banche, Assicurazioni ed Enti pubblici.

⁴⁹ L'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) è un indicatore finanziario utilizzato a livello internazionale per indicare il margine operativo lordo delle società.

- La leva finanziaria: espressa come rapporto $\frac{\text{Debito}}{\text{Equity}}$ espresso come rapporto tra il totale dei Debiti e il Patrimonio Netto ci permette di capire quota di debito sul totale della struttura del capitale.

Parametri	Valori medi campione AIM (2019)	Variazioni campione AIM (2019-2017)	Valori medi mercato AIM (2019)	Variazioni mercato AIM (2019-2017)
Dipendenti	94	36,72%	127	39,80%
Ricavi delle vendite (migl EUR)	24395	30,51%	47500	35,50%
EBITDA / Vendite (%)	10,36	53,49%	15,2	- 40,57%
EBITDA / ONERI FINANZIARI	54,54	- 71,16%	23,79	- 99,86%
PFN / EBITDA (x)	- 0,45	- 177,31%	0,85	- 90,18%
Rapporto di indebitamento	2,81	- 31,98%	2,5	- 25,70%
Indice corrente	2,12	13,67%	2,08	11,93%
Costo denaro a prestito (%)	4,69	36,13%	5,89	6,35%
Debt / Equity ratio	0,48	- 24,66%	0,51	- 17,61%

Figura 10: Variazioni delle variabili analizzate nel triennio 2017- 2019 per il campione di PMI italiane quotate al AIM e per l'intero mercato AIM (Fonte: Analisi empirica delle PMI nel mercato AIM: Italia e Regno Unito a confronto, 2020).

Guardando ai dati riportati nella figura 10, in particolare alla variazione percentuale sui tre anni, è possibile vedere gli effetti che la quotazione in borsa ha in media sulle aziende in questione. Si nota come il numero di dipendenti sia in forte crescita, così come il fatturato e l'Ebitda Margin. Ciò rappresenta che nel triennio considerato le imprese del campione hanno avuto un incremento delle vendite accompagnato da una migliore operatività ossia una più efficiente gestione dei costi operativi. Non si può dire lo stesso per il resto del mercato che ha invece subito una riduzione della capacità di produrre flussi di denaro attraverso le sole attività.

Guardando invece alla variazione del rapporto ebitda su oneri finanziari è possibile intuire che la partecipazione alla borsa preveda un significativo incremento dell'indebitamento dell'azienda, dovuto probabilmente a una maggiore fiducia alle

aziende quotate da parte degli investitori, ad esempio le banche. Il crollo del valore del rapporto fra posizione finanziaria netta ed ebitda nell'arco temporale considerato indica invece che l'aumento del margine operativo lordo è decisamente superiore rispetto all'aumento del debito.

È evidente anche un netto miglioramento del rapporto di indebitamento e del Current Ratio, ciò dimostra un miglioramento della struttura finanziaria che può essere spiegato dal fatto che le società hanno la possibilità di ottenere nuove risorse finanziarie data la loro presenza nel mercato dei capitali. Pertanto, queste fonti hanno permesso di generare sia un impatto positivo sul patrimonio netto, influenzando la leva finanziaria, sia un miglioramento della loro capacità di far fronte ai debiti a breve termine e, quindi, portando all'aumento del Current Ratio.

3.2 I meccanismi di esercizio del controllo

Gli azionisti e i managers hanno la possibilità di accrescere il loro potere economico e decisionale all'interno dell'impresa facendo leva su alcune strutture di governance aziendale. Fra le principali, di seguito viene effettuata un'analisi su: la CEO-duality, i patti parasociali fra azionisti, la dual class shares e i gruppi piramidali. Vengono discusse le opinioni contrastanti sull'efficacia della CEO-duality, lo scopo e le implicazioni degli accordi parasociali, le sfumature delle conseguenze che ha la scelta di avere azioni con diritti di voto differenti fra loro e come vengono utilizzate le piramidi societarie per esercitare il controllo su potenziali imperi economici, come nel caso della famiglia Agnelli.

3.2.1 CEO-Duality

La struttura CEO-duality, in cui il CEO assume anche il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione, è una caratteristica di governance interna che si riscontra soprattutto nelle grandi imprese, senza distinzione di settore operativo (Heidrick e Struggles, 1987).

La presenza di questa struttura è spesso associata a una scarsa performance aziendale e a una lenta capacità di adattamento ai cambiamenti strategici a vantaggio invece del mantenimento saldo del potere da parte del CEO-presidente del CdA. L'alternativa, conosciuta come "struttura indipendente", prevede invece che i ruoli di Presidente e CEO siano separati e affidati a due individui distinti.

Chi sostiene la struttura CEO-duality argomenta che essa favorisca una maggiore focalizzazione sulle operazioni interne e sugli obiettivi aziendali, consentendo una risposta più rapida agli eventi esterni. Si ritiene che un CEO-amministratore abbia una conoscenza più approfondita dell'azienda e sia più motivato rispetto a un esterno (Boyd, 1995⁵⁰). Al contrario, i sostenitori della separazione dei ruoli sostengono che questa pratica limiti la capacità del Consiglio di Amministrazione di svolgere efficacemente il suo ruolo di supervisione, compromettendo la sua capacità di prendere decisioni imparziali e generando chiari conflitti di interesse. Il monitoraggio delle prestazioni manageriali è una delle funzioni principali del Consiglio di Amministrazione, e consentire al CEO di ricoprire entrambi i ruoli mina il sistema di controllo e l'equilibrio desiderato (Rechner e Dalton, 1991⁵¹).

Inoltre, gli studi hanno prodotto risultati contrastanti riguardo agli effetti della CEO-duality sulle prestazioni aziendali: alcuni indicano che le imprese che adottano la struttura indipendente tendono a ottenere risultati migliori rispetto a quelle che non lo fanno (Rechner e Dalton, 1991), mentre altri trovano una correlazione positiva tra la performance aziendale e la CEO-Duality (Donaldson e Davis, 1991⁵²).

3.2.2 Patti parasociali

I patti di sindacato rappresentano coalizioni che consentono a un gruppo ristretto di azionisti con quote significative di unirsi e controllare l'intera attività aziendale,

⁵⁰ Boyd B., CEO duality and firm performance: a contingency model, *Strategic Management Journal* Vol 16. 301-312, 1995

⁵¹ Rechner P., Dalton R., CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis, *Strategic Management Journal* Vol 12. 155-160, 1991

⁵² Donaldson L., Davis J.H., "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of management*, 1991.

perseguendo obiettivi comuni anche se individualmente non possiedono la quota di controllo. Questi accordi, definiti come autentici contratti di diritto privato, producono effetti vincolanti solo tra le parti coinvolte e sono soggetti all'esecuzione obbligatoria. Essi vincolano solamente i soci che aderiscono e sono disciplinati dalle norme legali dei contratti convenzionali.

I patti di sindacato possono riguardare diverse sfere dell'attività aziendale, dalle decisioni amministrative a quelle patrimoniali, e mirano a coordinare l'esercizio del diritto di voto nelle società, permettendo un'influenza congiunta significativa. Regolati dal TUF⁵³ (Articolo 122), devono essere comunicati alla CONSOB entro cinque giorni dalla loro stipulazione e sono soggetti a regime di pubblicità legale: la mancata osservanza di tali procedure comporta automaticamente la nullità del patto. Devono essere depositati presso il registro delle imprese dove la società ha sede legale e dichiarati alla stessa, rendendoli noti all'apertura di ogni Assemblea degli Azionisti. La loro validità è limitata a un massimo di tre anni, con la possibilità di rinegoziazione.

Esistono due tipologie principali di patti di sindacato:

- Sindacato di voto: richiedono una consultazione preventiva prima dell'esercizio del voto in Assemblea, garantendo un voto uniforme.
- Sindacato di blocco: stabiliscono restrizioni al trasferimento delle azioni, impedendo o limitando la loro cessione.

3.2.3 Le dual class shares

Nella maggioranza delle imprese quotate, ogni azione riceve comunemente lo stesso dividendo e ha pari diritto di voto nell'Assemblea. Tuttavia, in alcuni casi, troviamo un'eccezione a questa norma con la presenza di azioni di Classe A e Classe B, definite come "dual class shares". Queste due categorie di azioni presentano diritti di voto differenti: mentre una classe gode del diritto di voto singolo o plurimo, l'altra classe non ha diritto di voto o ha solo il diritto di voto singolo. Nonostante ciò, entrambe le tipologie

⁵³ Testo Unico della Finanza (TUF)

ricevono la stessa quota di dividendo. La struttura del diritto di voto adottata dall'azienda influisce sul livello di controllo esercitato dagli azionisti che possiedono azioni con diritto di voto plurimo rispetto a quelli che detengono azioni con diritto di voto inferiore (Economia e Finanza d'Impresa, Laura Rondi)⁵⁴.

3.2.4 Piramidi societarie

Un fenomeno diffuso in Europa è il controllo tramite una struttura piramidale societaria. Tale piramide indica una configurazione di proprietà in cui un azionista dominante esercita il controllo su un'azienda detenendo almeno una società quotata. Questo modello sembra essere assente negli Stati Uniti e nel mondo anglosassone, e ciò può essere attribuito a due ragioni storiche legate alla regolamentazione: secondo Morck e Yeung (2005)⁵⁵, negli Stati Uniti, l'introduzione della tassazione sui dividendi tra società nel 1935 ha causato la scomparsa delle piramidi, mentre secondo Franks, Mayer e Rossi (2005)⁵⁶, l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto nel 1968 potrebbe spiegare l'assenza di piramidi societarie nel Regno Unito.

Le piramidi societarie, i patti parasociali e la presenza di due tipi di azioni spiegano come alcune famiglie rinomate riescano a mantenere il controllo sulle rispettive aziende. Ad esempio, nel caso della Fiat degli Agnelli, la famiglia torinese manteneva il comando sulla casa automobilistica nel 2006 con solamente il 3,5% dei diritti di voto, grazie a una catena di controllo (figura 5).

Un esempio simile è rappresentato dalla famiglia Arnault. Bernard Arnault, oltre a essere il principale proprietario della società di lusso Louis Vuitton Moët Hennessy, ricopre anche i ruoli di CEO e presidente del consiglio di amministrazione. Nel 2005, attraverso una struttura piramidale societaria, Arnault controllava il 47% dei diritti di voto di LVMH, pur possedendo direttamente e indirettamente solo il 34% dei diritti sugli utili.

⁵⁴Fonte: Materiale del corso "Economia e finanza d'impresa" tenuto dalla Prof.ssa Rondi, 2023.

⁵⁵Morck R., Yeung B., "Dividend taxation and corporate governance", *Journal of Economic Perspectives*, 2005

⁵⁶ Franks J., Mayer C., Rossi S., "Spending less time with the family: The decline of family ownership in the United Kingdom", *National Bureau of Economic Research*, November 2005

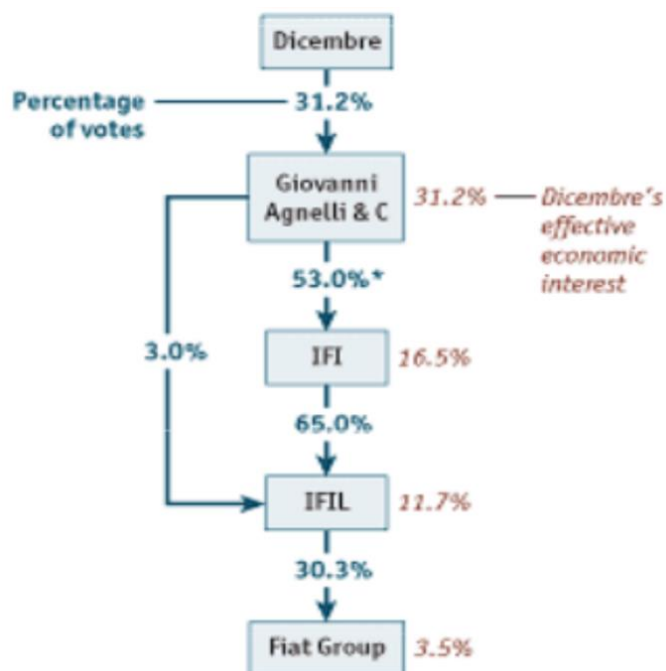


Figura 5: L'impero degli Agnelli. Fonte: The Economist.

Di seguito (figura 6) è riportato un grafico estratto da “L'evoluzione della corporate governance in Italia” redatto dalla CONSOB nel 2021 in cui viene messa a confronto per l'Italia la percentuale di imprese “stand alone”⁵⁷ con i gruppi⁵⁸ negli ultimi fra il 1998 e il 2019. Spicca in maniera evidente come fra il 1998 e il 2010 la quota dei gruppi si sia più che dimezzata, mentre la quota delle “stand alone” sia cresciuta di circa il 20%. Questi due trend, che tuttora proseguono, hanno portato a una situazione nel 2019 in cui il 15,8% delle società appartiene a gruppi (orizzontali, piramidali o misti) e coprono circa il 35% della capitalizzazione di mercato italiana.

⁵⁷Il concetto di “stand alone”, che tradotto letteralmente vuol dire “stare da solo”, indica che il soggetto (ad esempio un'azienda) è capace di funzionare da solo o in maniera indipendente da altri, con cui potrebbe altrimenti interagire.

⁵⁸ Un gruppo societario (anche gruppo di imprese), nel diritto commerciale, è un insieme di società tra loro collegate in virtù di un rapporto di controllo da parte di una società capogruppo (holding). Fonte: Wikipedia https://it.wikipedia.org/wiki/Gruppo_societario

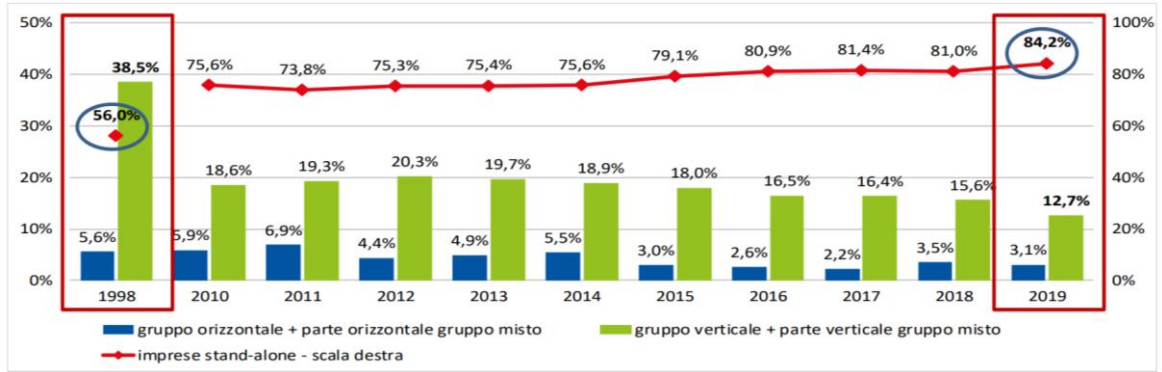


Figura 6: Gruppi di società quotate italiane. Fonte: L'evoluzione della corporate governance in Italia, CONSOB 2021.

Capitolo 4: La letteratura empirica

Al fine di rendere questa tesi un buon progetto di ricerca scientifica e al fine di introdurre le metodologie di analisi empirica che seguiranno nel prossimo capitolo è necessario effettuare un'analisi attenta di altri studi precedenti degni di nota nello stesso ambito. In particolare, bisogna soffermare l'attenzione sui problemi da essi riscontrati, sul metodo di analisi e sulle conclusioni di tali studi. Nei capitoli precedenti sono state illustrate le basi teoriche della ricerca e il contesto economico italiano in cui operano le società quotate. Questo capitolo intende invece offrire una panoramica della letteratura empirica esistente, che mi ha permesso di comprendere il problema centrale relativo alla sensibilità pay-performance e al cambiamento del management in situazioni di cattivi risultati e più in generale sulla disciplina del turnover in Italia. Si può affermare, innanzitutto, che tale letteratura non è particolarmente ampia, se circoscritta al contesto italiano. Al contrario, un profondo interesse per questo argomento è sempre stato dimostrato da istituzioni pubbliche, economisti e ricercatori di altri paesi, i quali hanno contribuito a creare un'ampia letteratura straniera, soprattutto nei sistemi giuridici di tradizione Common Law.

4.1 CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case

I tre professori Brunello, Graziano e Parigi, ampiamente noti nella letteratura sulla corporate governance e nella ricerca sui compensi dei manager italiani, approfondiscono il tema del turnover dei CEO nelle società italiane con un nuovo studio pubblicato nel 2003 sul *Journal of Banking & Finance*⁵⁹.

Lo studio in questione permette di fare un'analisi preliminare sull'argomento, prendendo in considerazione un campione relativamente piccolo dei dati di bilancio delle aziende

⁵⁹ Brunello G., Graziano G., Parigi B.M., CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case, *Journal of Banking & Finance* 27 (2003) 1027–1051

degli ultimi dieci anni dello scorso secolo. Gli autori esaminano il turnover dei CEO in relazione ai risultati economici delle imprese e alla struttura proprietaria. Le caratteristiche del capitalismo italiano alla fine del XX secolo rendevano l'Italia un contesto in cui la corporate governance era dominata dagli azionisti di maggioranza delle imprese, i quali controllavano i consigli di amministrazione o ne influenzavano le decisioni tramite rappresentanti che perseguivano i loro interessi.

Secondo l'ampia evidenza empirica statunitense, questa situazione avrebbe dovuto comportare una diminuzione dei casi di turnover dei CEO e una riduzione della sensibilità turnover-performance. Tuttavia, la concentrazione del controllo tipica delle imprese italiane, che conferiva agli azionisti di maggioranza forti incentivi per un monitoraggio attivo dei manager esterni, rappresentava una forza opposta, aumentando la probabilità di turnover in seguito a performance non soddisfacenti e la sensibilità turnover-performance.

Per un'analisi accurata, è stato fondamentale separare i casi in cui il CEO era anche proprietario, in cui prevaleva la prima tendenza, dai casi in cui non lo era, nei quali prevaleva la seconda.

4.1.1 Il campione

L'identità dei CEO e le misure di performance aziendale furono acquisite dal "Calepino dell'Azionista"⁶⁰, dal 1987 al 1997. I dati relativi alla struttura proprietaria e agli azionisti furono estratti dal "Taccuino dell'Azionista", un'altra relazione annuale, mentre le informazioni sui prezzi delle azioni e sui dividendi provenivano dal quotidiano finanziario "Il Sole 24 Ore". Furono incluse nell'analisi tutte le imprese private quotate presso la Borsa di Milano per almeno tre anni consecutivi tra il 1988 e il 1996, escludendo banche, compagnie di assicurazione e società finanziarie. Il campione totale comprendeva 60 imprese, con un totale di 395 osservazioni. Considerando che le imprese quotate nel 1996 erano 215 si tratta di meno di un terzo del totale.

⁶⁰ Relazione annuale dell'Area Studi di Mediobanca riguardante i principali dati delle società quotate in Italia

Per segnalare quando un'impresa aveva sostituito il CEO, fu inserita nel dataset una dummy⁶¹ denominata CEO_TURNOVER, che assumeva valore 1 in caso di avvicendamento e 0 quando l'amministratore delegato restava in carica. Le fonti utilizzate non specificavano le ragioni del cambio del CEO, non distinguendo ad esempio tra un dirigente che andava in pensione e uno licenziato per cattiva gestione, fatto che invece è interessante rilevare nell'analisi del rapporto fra turnover dei CEO e performance dell'impresa. Il dataset fu arricchito con altre variabili contenenti informazioni sugli amministratori, mentre l'EBITDA fu utilizzato per valutare le performance aziendali.

4.1.2 L'analisi empirica dei dati

Per prima calcolarono la percentuale media dei CEO che abbandonarono i CdA negli anni analizzati, sia per l'intero campione che suddividendo quest'ultimo in due parti in base alle caratteristiche della proprietà. La variabile booleana SYNDACATE assumeva il valore 1 se l'azionista di maggioranza era associato a un sindacato, 0 altrimenti. Fu inoltre effettuata una distinzione tra le società in cui l'azionista di maggioranza possedeva una quota superiore o inferiore al 54%, e una seconda distinzione considerando il secondo azionista con una quota maggiore al 9%, ma nessuna di queste caratteristiche risultò significativa (Figura 7).

⁶¹ Le variabili dummy sono variabili binarie ovvero che rappresentano la presenza di un parametro e perciò assumono il valore 1 in un caso, il valore 0 altrimenti.

	Percentage of CEOs leaving the board in the period 1988–1996
All firms	9.85 [395]
CEO is owner	2.23 [123]
CEO is not owner	13.29 [272] (0.000)
With Syndicate	7.43 [121]
Without Syndicate	10.92 [274] (0.260)
Largest shareholder owns	
>54% of shares	10.92 [164]
≤ 54% of shares	9.09 [231] (0.526)
Second shareholder owns	
>9% of shares	7.71 [160]
≤ 9% of shares	11.31 [235] (0.214)

Figura 7: Il turnover dei CEO in base alle caratteristiche della proprietà. Fonte: Brunello G., Graziano G., Parigi B.M., CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case

I risultati, così come previsto, mostrarono che il turnover fu significativamente 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 utilizzata per suddividere il campione.

Il modello utilizzato per analizzare la relazione fra il turnover, la performance dell'impresa e le caratteristiche della struttura proprietaria, presentava la variabile dipendente $CEO_TURNOVER_{i,t}$, che specificava il turnover del CEO nell'impresa i al tempo t .

$$\begin{aligned}
 CEO_TURNOVER_{i,t} &= a_i + qX_{i,t} + bCEO_OWNERSHIP_{i,t} + cSYNDICATE_{i,t} \\
 &+ dLARGEST_SHAREHOLDER_{i,t} + eSECOND_SHAREHOLDER_{i,t} \\
 &+ f_i\Pi_{i,t} + g_i\Pi_{i,t}|\Pi| + h_t + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

- CEO_OWNERHIP è una dummy pari a 1 quando il CEO è anche l'azionista di controllo o un membro della famiglia di controllo, 0 altrimenti;
- SYNDACATE è un'altra dummy già spiegata in figura 7;
- X è un vettore di proprietà individuali del CEO;

- `LARGE_SHAREHOLDER` e `SECOND_SHAREHOLDER` sono misure che rappresentano rispettivamente la percentuale di azioni detenuta dall'azionista di maggioranza e quella detenuta dal secondo azionista di maggioranza;
- Δ e $|\Delta|$ misurano le variazioni di performance e il valore assoluto della variazione;
- h è una variabile temporale aggregata;
- ε è il termine di errore;
- a è una specifica dell'impresa che non dipende dal tempo.

4.1.3 Risultati e conclusioni

La peculiarità di questo studio risiede nelle caratteristiche del sistema italiano di governance aziendale, dove i consigli di amministrazione sono spesso guidati da membri interni.

Dai risultati ottenuti emerge che tale predominanza interna nei consigli non costituisce un'eccezione, poiché si osserva una relazione statistica significativa e negativa tra la performance aziendale e il turnover dei CEO, la quale non segue un andamento lineare. Inoltre, si nota che la relazione fra turnover e performance è influenzata dalla struttura proprietaria delle aziende. Un risultato rilevante è che essere proprietario o membro della famiglia controllante isola i CEO dai meccanismi disciplinari. Si evidenzia che la probabilità (condizionata) di turnover è pressoché nulla quando il CEO detiene quote azionarie significative, mentre un cambiamento sostanziale nella performance è necessario affinché tale probabilità divenga positiva. I risultati indicano che il turnover nell'intero campione è quasi esclusivamente determinato dalle aziende in cui il CEO non è il principale azionista di controllo, suggerendo un ruolo di monitoraggio svolto dal principale azionista sugli amministratori esterni.

Un'ampia implicazione di questo studio per la letteratura sulla governance è che la separazione tra grandi azionisti e CEO non necessariamente conduce a una perdita di

efficienza, contrariamente alle aspettative della teoria principale-agente. Oltre a motivare gli sforzi per mitigare il rischio morale, i consigli hanno il compito di selezionare e/o sostituire i CEO. In contesti di governance aziendale con elevate opportunità di sfruttamento di vantaggi privati e un rischio di irrigidimento, rimuovere un CEO che sotto-performa può essere più agevole quando quest'ultimo non è un grande azionista. Una via per ottenere ciò è avere forti azionisti interni nel consiglio di amministrazione. Pertanto, i consigli dominati da membri interni possono contribuire a ridurre piuttosto che aumentare i costi dell'agenzia. Inoltre, questo studio fornisce nuove prove sull'importanza delle misurazioni contabili della performance rispetto al rendimento azionario nella decisione del consiglio di cambiare il CEO.

4.2 CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?

Lo studio presentato in questo paragrafo, effettuato dai professori Cambini, De Masi, Paci e Rondi nel 2018⁶², ha come obiettivo quello di analizzare e confrontare le evidenze statistiche relative alla pay-performance dei manager, a livello europeo, di aziende sia pubbliche che private. Il dibattito sulla retribuzione degli amministratori è uno dei temi più discussi in letteratura di corporate governance. Da un lato, secondo la teoria degli incentivi o del contratto ottimo, le retribuzioni degli amministratori legate alla performance aziendale riducono i costi di agenzia tra manager e azionisti. Dall'altro lato, compensi eccessivi supportano la teoria del potere manageriale, secondo cui il CEO ha abbastanza potere da riuscire a soggiogare l'intero CdA, avendo quindi la possibilità di estrarre tutti i benefici privati possibili indipendentemente dalle performance economiche dell'impresa.

La proprietà dell'azienda è un altro fattore molto influente nelle scelte di corporate governance, poiché diversi tipi di azionisti possono esercitare pressioni diverse sul CEO

⁶² Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., "CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?" Telecommunications Policy, Volume 42, Issue 6, July 2018, Pages 474-488

e avere politiche retributive significativamente diverse. Quando lo Stato è il maggior azionista il suo ruolo di monitoraggio e il suo effetto sugli incentivi del CEO non risultano ancora chiarissimi a livello statistico. Risulta chiaro che i proprietari di un'azienda hanno obiettivi e strategie differenti a seconda che essi siano dei rappresentanti del governo oppure privati cittadini.

Lo scopo di questo studio è stato quello di esaminare l'impatto della proprietà statale sulla struttura della retribuzione del CEO nelle aziende di telecomunicazioni fisse, testando se è coerente con la teoria del contratto ottimale o con quella del potere manageriale e dell'entrenchment⁶³. L'industria delle telecomunicazioni opera in un contesto interessante poiché le retribuzioni dei CEO in queste aziende hanno attirato molta attenzione da parte dei media e dell'opinione pubblica negli ultimi anni. Inoltre, la struttura di proprietà mista di queste aziende permette di indagare l'effetto che diversi azionisti di controllo hanno sulla progettazione degli incentivi assegnati al CEO.

L'analisi di Cambini et al. tenta di capire l'influenza dello stato, in qualità di azionista di controllo, sulla politica di incentivi del CEO. Per questo, lo studio stima se il livello e la sensibilità della retribuzione del CEO alla performance aziendale cambiano a diversi livelli di proprietà statale, controllando per variabili specifiche del CEO che la letteratura sulla governance aziendale utilizza per catturare la probabilità di entrenchment e per il grado di competizione di mercato.

L'obiettivo dell'analisi di questo studio può essere riassunto nelle tre ipotesi che i professori hanno riportato con l'intento di rivelare se esse sono statisticamente confermate o rigettate:

1. Nelle aziende controllate dallo stato, la retribuzione dei CEO è inferiore rispetto alle aziende a controllo privato.

⁶³ L'entrenchment in corporate governance si riferisce alla situazione in cui il CEO acquisisce e mantiene un potere tale da proteggere la propria posizione e i propri interessi anche a discapito degli azionisti e del valore dell'azienda. La CEO-Duality, ad esempio, è uno degli aspetti chiave di tale situazione. Bebchuk, L.A., & Fried, J.M. (2004). "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation." Harvard University Press.

2. La sensibilità della retribuzione dei CEO alle performance aziendali nelle aziende controllate dallo stato è maggiore rispetto a quelle controllate da privati (effetto incentivo).
3. Quando la quota azionaria dello stato aumenta oltre la portata del mercato del controllo aziendale, è probabile che l'effetto incentivo ceda il passo all'effetto di entrenchment; quando ciò accade, i CEO ottengono retribuzioni più elevate.

4.2.1 Il campione

Questo studio utilizza un campione non bilanciato di aziende di telecomunicazioni fisse, con dati sulla performance, governance e struttura proprietaria abbinati alle compensazioni dei CEO dal 1999 al 2013. Il campione comprende 15 aziende pubbliche di telecomunicazioni fisse in 13 paesi europei. I dati sui compensi e sulle caratteristiche dei CEO sono stati raccolti manualmente dai rapporti annuali e dai siti web delle aziende, mentre i dati finanziari e contabili provengono dal Worldscope Database.

La paga dei CEO è calcolata come la somma di stipendio e bonus, adeguata all'inflazione. Due variabili misurano la performance aziendale: la capitalizzazione di mercato (MarketCap) e il ROA. Per identificare il principale azionista, sono utilizzati due soglie: una del 25% e una del 50%.

Le variabili di controllo usate nel modello sono descritte in figura 15. Inoltre, viene considerato l'impatto della competizione del mercato usando un indice di regolazione del mercato dei prodotti costruito dall'OCSE.

Variables description.

Variable name	Label	Description	Source
<i>CEO comp</i>	CEO compensation	It is computed as the sum between salary and bonus awarded by CEOs at the end of the year. (Thousands of Euros)	Hand collected
<i>Market Cap</i>	Market capitalization	It is Market Price-Fiscal Period End * Common Shares Outstanding	Worldscope
<i>ROA %</i>	Return on Assets	It is calculated as: (Net Income before Preferred Dividends + ((Interest Expense on Debt-Interest Capitalized) * (1-Tax Rate)))/Average of Last Year's and Current Year's Total Assets * 100	Worldscope
<i>Revenue</i>	Total Revenue	It represents gross sales and other operating revenue less discounts, returns and allowances.	Worldscope
<i>Log (Total Asset)</i>	Logarithm of Total Assets	It is the logarithmic transformation (base 10) of Total Assets	Worldscope
<i>State</i>	State as controlling shareholder	It is a dummy that assumes 1 if the state (government at federal, state or local level) holds 25% or more of the shares of a company.	Company websites
<i>State 25%</i>	Government control rights	It is a dummy that assumes 1 if the government holds at least 25% of the ultimate control rights	Company websites
<i>State 50%</i>	Government control rights	It is a dummy that assumes 1 if the government holds 50% of the ultimate control rights	Company websites
<i>State ownership %</i>	<i>State ownership %</i>	The percentage of shares holds by the state	Company websites
<i>CEO duality</i>	CEO duality	CEO duality is a dummy that is equal to 1 if the CEO is also Chairman	Company websites
<i>CEO tenure</i>	CEO tenure	It indicates the number of years served as CEO.	Company websites
<i>CEO age</i>	CEO age	It is the age of the CEO	Company websites
<i>CEO turnover</i>	CEO turnover	It is a dummy equal to 1 if the CEO changes	Company websites
<i>GDP</i>	GDP	GDP of a country in a given year	OECD
<i>Market Structure</i>	Market structure index	It ranges from 0 to 6. High values are associated with the presence of a less competitive and more closed market	OECD
<i>Entry Barriers</i>	Entry barriers index	It ranges from 0 to 6. A high value is associated with high obstacles in terms of access to existing infrastructures, the freedom of choice of consumers and the presence of unbundling regime	OECD
<i>Crisis</i>	Crisis	It is a dummy equal to 1 in years from 2008 to 2013	

Figura 15: Descrizione delle variabili. Fonte: Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., "CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?"

I risultati mostrati in figura 16 indicano che i CEO delle aziende controllate dallo stato sono pagati significativamente meno rispetto a quelli delle aziende private, anche se la durata del mandato è simile, ma l'età è generalmente più giovane. Nonostante ciò, i CEO delle aziende statali sono più propensi a essere anche presidenti del consiglio di amministrazione. Le aziende controllate dallo stato hanno una capitalizzazione di mercato significativamente più alta, e la retribuzione dei CEO in queste aziende mostra una relazione positiva con la performance aziendale. Al contrario, nelle aziende private, la compensazione dei CEO tende a rimanere stabile o aumentare, anche quando il valore dell'azienda diminuisce.

Descriptive statistics by type of large shareholder.

Variable	State as the largest shareholder			Private firms			Diff. <i>t</i>
	Obs	Mean	Std. Dev.	Obs	Mean	Std. Dev.	
<i>CEO compensation</i>	61	2665.76	1737.56	67	4156.33	2784.27	***
<i>ROA (%)</i>	61	8.28	6.80	67	7.27	4.23	-
<i>Market capitalization</i>	61	3.17*10 ⁷	2.93*10 ⁷	67	2.37*10 ⁷	2.07*10 ⁷	*
<i>Log (Revenue)</i>	61	2.80*10 ⁷	3.18*10 ⁷	67	2.33*10 ⁷	1.93*10 ⁷	-
<i>Total Asset</i>	61	5.49*10 ⁷	6.25*10 ⁷	67	4.92*10 ⁷	4.47*10 ⁷	-
<i>CEO Tenure</i>	61	3.56	2.30	67	4.04	2.83	-
<i>CEO age</i>	61	51.75	7.65	67	55.16	7.74	***
<i>CEO duality</i>	61	0.48	0.50	67	0.30	0.46	**
<i>Market Structure</i>	61	1.47	0.02	67	1.41	0.04	-
<i>Entry barriers</i>	61	0.07	0.33	67	0.13	0.63	-

Figura 16: Statistiche descrittive per tipologia di maggior azionista. Fonte: Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., “CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?”

4.2.2 L’analisi empirica dei dati

La sensibilità della retribuzione alla performance del CEO misura quanto la compensazione del CEO cambia in risposta ai cambiamenti nella performance dell'azienda. Questo rapporto può essere misurato in vari modi, ma i più comuni sono il cambiamento in ricchezza del CEO rispetto al cambiamento nel valore dell'azienda (statistica di Jensen-Murphy) o la variazione percentuale della retribuzione del CEO per un cambiamento dell'1% nel valore dell'azienda (elasticità). Fra le due poi è l'elasticità la più ampiamente utilizzata perché non dipende dalle dimensioni dell'azienda e si adatta bene agli studi che non considerano la rivalutazione delle azioni. La ricerca utilizza la trasformazione logaritmica per stimare come la retribuzione del CEO vari in base alla capitalizzazione di mercato e al Return On Assets (ROA).

$$\begin{aligned}
 \text{Log}(CEOcomp)_{it} &= \beta_0 + \beta_1(Performance)_{it} + \beta_2(State)_{it} + \beta_3(Governance)_{it} \\
 &+ \beta_4 Firm_{Size}_{it} + \beta_5 Entry_{it} + \beta_6 Market_{Structure}_{it} + \beta_7 GDP_{it} + \mu_i \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Questa equazione rappresenta il modello di base per esaminare la sensibilità della retribuzione del CEO alla performance nelle aziende di telecomunicazioni e la relazione tra compensazione e tipo di azionista di controllo. Il coefficiente β_1 indica l'effetto degli incentivi sulla paga del CEO, indipendentemente dalla variabile utilizzata per misurare le prestazioni. Maggiore è il coefficiente, maggiore è l'allineamento degli interessi tra il CEO e gli azionisti, e di conseguenza, più potenti sono gli incentivi per il CEO, in linea con la teoria del contratto ottimale. “Governance” rappresenta l’insieme di variabili utili per considerare la visione di radicamento della compensazione del CEO. La CEO-

Duality è una dummy pari a 1 se il CEO è anche Presidente del CdA; la durata del mandato del CEO è il numero di anni trascorsi come CEO nella società; e l'età del CEO è un indicatore dell'esperienza e del ruolo influente del CEO. Infine, il turnover del CEO, una variabile dummy per l'anno in cui il manager lascia, controlla per le interruzioni nella serie temporale delle retribuzioni quando il CEO cambia. La specifica include quindi la trasformazione logaritmica dei ricavi totali come misura della dimensione dell'azienda (FirmSize), il tasso di crescita annuale del PIL specifico per paese (GDP), per controllare le differenze nel ciclo economico dei vari paesi europei e quindi nella propensione a offrire compensi elevati, la variabile dummy State, pari a 1 se il governo detiene la quota di controllo dell'azienda, per verificare se il livello della retribuzione del CEO differisce significativamente tra la proprietà statale e quella privata e due indici specifici per paese che variano nel tempo e che considerano il grado di concorrenza del mercato, Barriere all'Entrata e Struttura del Mercato. L'analisi empirica si basa sullo stimatore degli effetti fissi, dove gli effetti fissi dell'azienda controllano le differenze rimanenti specifiche per paese, settore e azienda che sono invarianti nel tempo e le variabili non osservabili.

Abbiamo precedentemente fatto la distinzione della soglia del 25% o del 50% utilizzata per misurare la proprietà statale, di conseguenza ci sarà bisogno di suddividere la variabile State in altre due più specifiche (State25 o State50). La soglia del 50% rappresenta la partecipazione di maggioranza legale, che rende più difficile l'attuazione di una minaccia di acquisizione e perciò potrebbe proteggere il CEO così come il consiglio di amministrazione dalla disciplina del mercato per il controllo aziendale.

$$\begin{aligned}
 \text{Log}(CEOcomp)_{it} &= \beta_0 + \beta_1(Performance)_{it} + \beta_2(State)_{it} + \beta_3(Governance)_{it} \\
 &+ \beta_4FirmSize_{it} + \beta_5Entry_{it} + \beta_6MarketStructure_{it} + \beta_7GDP_{it} \\
 &+ \beta_8(Performance * State)_{it} + \beta_9(Governance * State)_{it} + \mu_i \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

La Figura 16 riporta i risultati stimati per la prima equazione, che mostra come la paga del CEO sia influenzata dalla presenza dello Stato fra i maggiori azionisti.

CEO pay for performance sensitivity and pay levels by controlling shareholder.

Dep. Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Log (CEO Compensation)	Log (Market Cap)				ROA			
Performance	0.258** (0.097)	0.229* (0.117)	0.260** (0.095)	0.275** (0.100)	0.031** (0.011)	0.026 (0.016)	0.030** (0.011)	0.030** (0.010)
State 25%		-0.555* (0.318)				-0.414 (0.426)		
State 50%			-0.293** (0.120)				-0.270** (0.093)	
State 35-49%								
State ownership %				-1.450* (0.688)				-1.105* (0.555)
Log (Revenue)	0.442 (0.278)	0.530 (0.328)	0.416 (0.262)	0.446* (0.262)	0.527* (0.272)	0.584* (0.317)	0.503* (0.259)	0.533* (0.268)
CEO tenure	0.082*** (0.023)	0.073*** (0.021)	0.083*** (0.020)	0.063*** (0.015)	0.089*** (0.020)	0.081*** (0.023)	0.090*** (0.018)	0.074*** (0.014)
CEO age	-0.025*** (0.004)	-0.028*** (0.005)	-0.026*** (0.004)	-0.022*** (0.004)	-0.028*** (0.007)	-0.030*** (0.007)	-0.029*** (0.007)	-0.026*** (0.007)
CEO duality	0.385*** (0.103)	0.371*** (0.121)	0.386*** (0.100)	0.401*** (0.110)	0.306** (0.129)	0.306** (0.139)	0.308** (0.124)	0.319** (0.132)
CEO turnover	0.194*** (0.060)	0.205*** (0.063)	0.183*** (0.054)	0.207*** (0.054)	0.175*** (0.054)	0.185*** (0.057)	0.165*** (0.050)	0.184*** (0.050)
GDP growth	-0.015 (0.013)	-0.018 (0.014)	-0.013 (0.011)	-0.011 (0.011)	-0.014 (0.014)	-0.016 (0.015)	-0.012 (0.013)	-0.010 (0.013)
Entry barrier	-0.190*** (0.018)	-0.188*** (0.018)	-0.187*** (0.018)	-0.196*** (0.018)	-0.100** (0.038)	-0.111** (0.047)	-0.099** (0.038)	-0.107*** (0.034)
Market Structure	-0.181 (0.434)	0.015 (0.496)	-0.205 (0.447)	-0.128 (0.413)	0.140 (0.305)	0.256 (0.367)	0.118 (0.312)	0.192 (0.301)
Constant	-2.477 (4.894)	-3.255 (5.248)	-1.936 (4.598)	-2.668 (4.594)	-0.105 (4.452)	-0.870 (5.120)	0.411 (4.223)	-0.107 (4.384)
Observations	128	128	128	128	128	128	128	128
Number of firms	16	16	16	16	16	16	16	16
R-squared	0.320	0.354	0.346	0.354	0.348	0.365	0.370	0.368

Figura 16: Sensibilità della retribuzione del CEO alle prestazioni e livelli di retribuzione in base al tipo di azionista di controllo. Fonte: Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., “CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?”

Le colonne (1) e (5) della figura 16 mostrano la sensibilità della retribuzione del CEO alle prestazioni utilizzando la MarketCap e il ROA come misure delle prestazioni aziendali. I risultati mostrano che un aumento del 10% nella capitalizzazione di mercato porta a un incremento del 2,6% nella compensazione del CEO (Colonna 1), mentre nella Colonna (5), un aumento dell'1% nel ROA comporta un incremento del 3,1% nella retribuzione (Colonna 5). La dimensione dell'azienda ha un coefficiente positivo suggerendo che i CEO sono più pagati nelle aziende più grandi. Le variabili di controllo che descrivono le caratteristiche del CEO sono tutte statisticamente significative. Il coefficiente della durata del mandato del CEO indica che un aumento nel numero di anni trascorsi come CEO porta a un incremento del 8,2% nella retribuzione del CEO. Infine, il coefficiente della dualità CEO-Chair è positivo e statisticamente significativo, mostrando che quando il CEO presiede anche il Consiglio di Amministrazione, la

retribuzione aumenta di circa il 38,5%. Questo conferma quanto anticipato prima, ovvero che la CEO-Duality è un buon indicatore di entrenchment. Alternativamente, tuttavia, il livello di retribuzione più alto potrebbe derivare dal doppio impegno del CEO-presidente. Le analisi successive tenteranno di chiarire se il livello di compenso più elevato è un risultato stabile attraverso diversi livelli di proprietà statale.

Sia l'indice per la Struttura di Mercato che la crescita del PIL non sono statisticamente significativi. I risultati mostrano che, in tutte le colonne tranne una (Colonna 6, con ROA per misurare le prestazioni), il livello di compenso dei CEO nelle aziende controllate dallo stato è significativamente inferiore rispetto a quello delle aziende private. In particolare, i risultati mostrano che la retribuzione del CEO è inferiore del 55% quando è impiegato in aziende controllate dallo stato con una quota di almeno il 25% delle azioni, e inferiore del 29% quando la soglia per definire il controllo statale è del 50%. L'evidenza è confermata anche quando viene utilizzata la variabile continua di proprietà statale (Colonne 4 e 8) ed è coerente con l'Ipotesi 1.

Per testare le differenze di cross-ownership negli effetti incentivo e di entrenchment, la seconda equazione include anche le interazioni tra le variabili di performance e le variabili di governance aziendale con le dummy che indicano il Controllo Statale, al fine di stimare rispettivamente le sensibilità della retribuzione alle prestazioni e le evidenze di entrenchment. La figura 17 riporta i principali risultati.

Pay-performance sensitivity by type of shareholder and size of the controlling stake.

Dep. Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Log (CEO Compensation)	Log (Market Cap)			ROA		
Performance	0.146 (0.102)	0.181* (0.090)	0.227** (0.085)	0.218** (0.082)	0.048*** (0.015)	0.022** (0.010)
State 25%	-3.276*** (1.054)	-2.866 (2.365)			-0.884 (0.689)	
Performance*State25%	0.186** (0.077)	0.138 (0.122)			-0.027 (0.020)	
State 50%			-2.608 (2.251)	-3.686 (2.192)		-2.125** (0.843)
Performance*State50%			0.135 (0.126)	0.102 (0.094)		0.031 (0.022)
Log (Revenue)	0.497 (0.315)	0.503 (0.311)	0.404 (0.248)	0.397 (0.247)	0.606* (0.291)	0.440* (0.225)
CEO turnover	0.203** (0.070)	0.203** (0.079)	0.166*** (0.049)	0.157** (0.054)	0.164** (0.071)	0.155** (0.054)
CEO age	-0.032*** (0.005)	-0.031** (0.012)	-0.027*** (0.004)	-0.029*** (0.006)	-0.035** (0.013)	-0.032*** (0.009)
CEO age*State25%		0.005 (0.020)			0.020 (0.022)	
CEO tenure	0.085*** (0.021)	0.060** (0.028)	0.090*** (0.019)	0.082*** (0.022)	0.074* (0.035)	0.085*** (0.022)
CEO tenure*State25%		0.038 (0.052)			0.002 (0.061)	
CEO duality	0.313** (0.113)	0.432*** (0.081)	0.375*** (0.089)	0.386*** (0.089)	0.533*** (0.072)	0.328*** (0.095)
CEO duality*State25%		-0.298 (0.316)			-0.789** (0.365)	
CEO age*State50%				0.019 (0.019)		0.021 (0.016)
CEotenure*State50%				0.055* (0.029)		0.015 (0.023)
CEO duality*State50%				0.827*** (0.239)		0.861*** (0.206)
GDP growth	-0.021 (0.016)	-0.020 (0.017)	-0.014 (0.012)	-0.012 (0.012)	-0.017 (0.016)	-0.009 (0.012)
Entry barriers	-0.174*** (0.020)	-0.170*** (0.039)	-0.183*** (0.020)	-0.173*** (0.028)	-0.042 (0.060)	-0.110** (0.039)
Market structure	0.053 (0.483)	0.001 (0.551)	-0.195 (0.435)	-0.265 (0.497)	0.068 (0.412)	0.040 (0.368)
R-squared	0.368	0.378	0.355	0.383	0.407	0.407
Number of firm	16	16	16	16	16	16
Observations	128	128	128	128	128	128

Figura 17: Sensibilità della retribuzione alle prestazioni in base al tipo di azionista e alla dimensione della partecipazione di controllo. Fonte: Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., "CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?"

In Colonna 1, l'interazione tra la capitalizzazione di mercato e la variabile dummy State25% mostra che la sensibilità della retribuzione alle prestazioni è significativamente più alta nelle telecomunicazioni controllate dallo stato rispetto a quelle private, supportando l'ipotesi 2. Inoltre, la retribuzione dei CEO è inferiore nelle aziende statali ma più sensibile alle prestazioni, suggerendo che lo stato crea contratti di remunerazione che allineano meglio gli interessi del CEO con quelli degli azionisti.

In Colonna 2, le interazioni tra il controllo statale e le variabili di entrenchment (come CEO-Tenure e CEO-Duality) risultano statisticamente non significative, indicando che le retribuzioni nelle aziende controllate dallo stato e in quelle private sono simili dopo aver considerato le pratiche di entrenchment. Tuttavia, quando si considera il ROA, il

coefficiente su CEO-Duality*State25% è negativo e significativo, mostrando che i CEO che presiedono il CdA guadagnano meno nelle aziende statali.

In Colonna 3, quando lo stato detiene il 50% delle azioni, i coefficienti sono non significativi. Tuttavia, in Colonna 4 è possibile notare che l'aumento della retribuzione dovuto a una maggiore permanenza e alla CEO-Duality è significativo nelle aziende a maggioranza statale, suggerendo che i manager statali possono aggirare il vincolo dell'opinione pubblica attraverso pratiche di entrenchment.

In sintesi, l'effetto di entrenchment prevale sull'effetto incentivante quando la partecipazione di controllo da parte dello stato raggiunge la maggioranza legale.

I risultati finora presentati considerano l'effetto della proprietà statale definita da due soglie, 25% e 50%, separatamente, ma non evidenziano le differenze nelle politiche di compensazione a diversi livelli di proprietà statale. La soglia del 25% include tutte le osservazioni aziendali con una partecipazione statale di almeno il 25%, includendo anche quelle con una proprietà statale pari o superiore al 50%. Analogamente, quando si utilizza la soglia del 50%, la politica di compensazione delle aziende controllate al 50% viene confrontata con quella delle aziende private e delle aziende controllate al 25% in generale. Questo approccio non rivela se la politica di compensazione cambia e se l'entrenchment del CEO e del consiglio diventa più o meno probabile con l'aumentare della partecipazione statale.

Nella figura 18 vengono incluse le dummy State25-49% e State50% poiché le due soglie 25% e 50% non evidenziano le differenze nelle politiche di compensazione a diversi livelli di proprietà statale. Ad esempio, la soglia del 25% include anche quelle con una proprietà statale pari o superiore al 50% e in tal modo non è possibile rilevare il cambiamento della politica di compensazione e della probabilità di avere entrenchment del CEO e del consiglio in base alla partecipazione statale.

State25-49% rappresenta le osservazioni aziendali con una partecipazione governativa dal 25 al 49%, mentre State50% di almeno il 50%. Per testare le differenze nella sensibilità della retribuzione alle prestazioni, come mostrato in figura 18, gli autori hanno aggiunto le interazioni di entrambe le dummies con le prestazioni aziendali. Due

ulteriori test sono inclusi nell'ultima analisi di questo paper: uno considera se la relazione tra retribuzione e prestazioni è mediata dalle dimensioni dell'azienda, l'altro indaga gli effetti della crisi finanziaria del 2007 sulla retribuzione del CEO.

-Pay-performance sensitivity by type of shareholder and size of the controlling stake.

Dep. Var.: Log (CEO Compensation)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Performance	0.139 (0.102)	0.142 (0.107)	-1.814* (0.973)	0.181 (0.111)	0.167 (0.104)	0.194** (0.085)
State 25-49%	-2.959*** (0.960)	-2.492** (0.846)	-3.758*** (1.179)	-3.101** (1.239)	-2.807** (1.016)	
Performance*State25-49%	0.166** (0.072)	0.133* (0.064)	0.222** (0.077)	0.170* (0.087)	0.149* (0.072)	
State*50%	-4.527** (2.076)	-5.277** (2.335)	-7.367** (2.731)	-4.726* (2.459)	-5.893** (2.191)	
Performance*State50%	0.241* (0.122)	0.189* (0.097)	0.271** (0.119)	0.256 (0.148)	0.349** (0.132)	
State ownership %						-11.009** (4.880)
Performance*State ownership %						0.622** (0.278)
Log (Revenue)	0.464 (0.294)	0.462 (0.298)	-1.533 (0.923)	0.467 (0.274)	0.367* (0.209)	0.341* (0.166)
Performance*L (Revenue)			0.118* (0.056)			
CEO Tenure	-0.033*** (0.005)	-0.034*** (0.007)	-0.044*** (0.009)	-0.035*** (0.006)	-0.032*** (0.007)	-0.027*** (0.009)
CEO Age	0.183*** (0.060)	0.174** (0.064)	0.123** (0.055)	0.214*** (0.067)	0.231*** (0.074)	0.243*** (0.081)
CEO Duality	0.089*** (0.016)	0.078*** (0.017)	0.087*** (0.019)	0.070*** (0.017)	0.058*** (0.013)	0.053** (0.019)
CEO Turnover	0.315** (0.108)	0.334*** (0.112)	0.415*** (0.104)	0.237* (0.131)	0.225 (0.137)	0.183 (0.161)
GDP growth%	-0.019 (0.015)	-0.016 (0.015)	-0.016 (0.015)	0.004 (0.014)	0.006 (0.014)	0.008 (0.013)
CEO Tenure*State50%		0.057* (0.028)	0.053* (0.027)		0.058* (0.030)	
CEO Age*State50%		0.017 (0.021)	0.034 (0.021)		-0.023 (0.015)	
CEO Duality*State50%		0.786*** (0.242)	0.884*** (0.230)		0.408 (0.243)	
Entry Barriers	-0.170*** (0.021)	-0.163*** (0.029)	-0.160*** (0.031)	-0.134*** (0.025)	-0.147*** (0.026)	-0.166*** (0.033)
Market Structure	0.022 (0.495)	-0.043 (0.558)	0.033 (0.577)	0.321 (0.476)	0.373 (0.521)	0.237 (0.406)
Crisis (post 2007)				0.332*** (0.079)	0.287*** (0.082)	0.207** (0.096)
Crisis*State50%					0.437*** (0.124)	
CEO Age* State ownership %						-0.030 (0.026)
CEO Tenure* State ownership %						0.056 (0.085)
CEO Duality* State ownership %						1.343** (0.610)
Crisis* State ownership %						0.528** (0.219)
R-squared	0.395	0.421	0.447	0.448	0.488	0.439
Number of firms [Obs.]	16 [128]	16 [128]	16 [128]	16 [128]	16 [128]	16 [128]

Figura 18: Sensibilità pay-performance per tipologia di azionista e dimensione della quota di controllo. Fonte: Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., "CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?"

I risultati mostrano che le aziende di telecomunicazioni controllate dallo stato adottano politiche di compensazione del CEO più allineate alla teoria del contratto ottimale rispetto alle aziende private. Nei casi di proprietà statale, la retribuzione del CEO è inferiore e più sensibile alle prestazioni aziendali. Tuttavia, con l'aumento della partecipazione statale al 50%, indicato dal fatto che sia TenureState50% che CEOdualityState50% sono positivi e statisticamente significativi, la retribuzione del CEO

crebbe con la durata del mandato e con la doppia carica di CEO e presidente, suggerendo che l'effetto di entrenchment prevale sull'effetto incentivo quando la proprietà statale supera la soglia della maggioranza legale.

La Colonna (3) esamina l'impatto delle dimensioni dell'azienda. L'analisi deve tenere in considerazione che la maggiore sensibilità della retribuzione del CEO potrebbe derivare da un effetto dimensione piuttosto che da un effetto proprietà, partendo da quanto sostenuto da Yermack (1995)⁶⁴ ovvero che la sensibilità della retribuzione alle prestazioni è positivamente correlata sia alle dimensioni dell'azienda che alle attività complesse. L'analisi conferma che la sensibilità della retribuzione alle prestazioni aumenta con le dimensioni dell'azienda, ma rimane comunque più pronunciata nelle aziende controllate dallo stato rispetto a quelle private.

L'ultima parte dell'analisi si concentra sull'effetto della crisi finanziaria del 2007-2008 e della successiva recessione sulla retribuzione dei CEO nelle aziende di telecomunicazioni. Dopo la crisi, nonostante il calo dei guadagni e dei valori aziendali, le altissime retribuzioni dei CEO nelle aziende con risultati negativi sfociarono in uno scandalo pubblico. Le Colonne 4 e 5 della figura 18 esaminano se la crisi ha influenzato la politica di remunerazione. I risultati mostrano che, dopo il 2007, la retribuzione dei CEO è aumentata, con un incremento più significativo nelle aziende controllate al 50% dallo stato rispetto a quelle private o controllate al 25%. Questo suggerisce che le aziende di telecomunicazioni controllate dallo stato hanno problemi di monitoraggio più seri quando il governo è il principale azionista.

Infine, la Colonna 6 utilizza una variabile continua di proprietà statale come controllo di robustezza. I risultati mostrano che, con l'aumentare della proprietà statale, il livello di retribuzione del CEO diminuisce mentre la sensibilità alle prestazioni aumenta, coerentemente con l'effetto incentivo. Tuttavia, durante gli anni della crisi, i livelli di retribuzione riaumentano nei casi di CEO-Duality, evidenziando ancora l'effetto di entrenchment.

⁶⁴ Yermack, D. (1995). Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics*, 39, 237–269.

4.2.3 Risultati e conclusioni

I risultati indicano che nelle aziende di telecomunicazioni la retribuzione dei CEO è sensibile alle variazioni delle prestazioni aziendali, misurate sia dalla MarketCap sia dal ROA. In particolare, gli autori hanno rilevato che la retribuzione dei CEO nelle aziende con una partecipazione statale compresa tra il 25% e il 49% è inferiore e maggiormente sensibile alle variazioni delle performance rispetto a quella nelle aziende a controllo privato. Ciò suggerisce che lo stato progetta contratti di compensazione che allineano meglio gli interessi dei CEO con quelli degli azionisti rispetto alle aziende private. Questi risultati sono confermati anche quando si verifica se l'effetto incentivo della proprietà statale è dovuto a una correlazione tra dimensioni aziendali e proprietà statale.

Quando la partecipazione di controllo dello stato supera il 50%, la significatività statistica delle variabili che indicano la presenza di entrenchment, come la CEO-Duality e la durata del mandato, mostra che i manager riescono ad aumentare la loro retribuzione più che nelle aziende private. Anche negli anni di recessione seguiti alla crisi finanziaria del 2007-2008, i CEO delle aziende a controllo statale sono riusciti ad incrementare la loro retribuzione, nonostante lo scandalo pubblico sugli elevati livelli retributivi. Complessivamente, si può affermare che quando la quota di partecipazione statale è sufficientemente alta da rendere debole la minaccia di takeover, l'effetto di entrenchment tende a prevalere.

Questo studio offre importanti risultati per chi si occupa delle politiche di retribuzione. Dimostra che lo stato è in grado di offrire una retribuzione ai CEO coerente con la teoria del contratto ottimale. Il livello inferiore di retribuzione dei CEO nelle aziende a controllo statale è coerente, da un lato, con spiegazioni basate su vincoli politici e preoccupazioni per l'opinione pubblica, e dall'altro, con l'abbinamento ad alti incentivi per attrarre manager giovani, talentuosi e meno avversi al rischio, senza esacerbare l'opinione pubblica. Un ulteriore risultato ottenuto dagli autori è che quando lo stato detiene la maggioranza delle azioni, l'effetto incentivo si indebolisce, poiché burocrati e politici nel CdA possono colludere con il CEO per ottenere il massimo beneficio

personale. Ciò suggerisce un intervallo percentuale della quota governativa che dovrebbe garantire il bene di tutti gli stakeholder, in modo che i CEO possano sempre sentire la pressione degli azionisti privati e degli investitori istituzionali.

Tale aspetto è rilevante poiché i risultati di questa ricerca si applicano alle aziende che gestiscono un'infrastruttura di rete essenziale per l'efficienza economica e il benessere sociale, controllata dallo stato in molti paesi industrializzati. Il compromesso tra la ricchezza degli azionisti e il benessere sociale, misurato, ad esempio, dalla fornitura del servizio universale e/o dalla riduzione del divario digitale attraverso investimenti in tecnologia a banda larga, è un argomento che non può essere affrontato in questo studio, ma che merita chiaramente ulteriori ricerche.

Gli autori concludono il loro studio sottolineando l'importanza dei risultati ottenuti in quanto le aziende analizzate gestiscono infrastrutture essenziali per il benessere sociale. Una maggiore efficienza economica e salute finanziaria di tali imprese permetterebbe loro di poter investire maggiormente sullo sviluppo di tecnologie e infrastrutture di rete che giocano un ruolo fondamentale nell'economia mondiale e nella vita di tutti i giorni delle persone.

4.3 Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms

Il lavoro di ricerca di Cucculelli e Micucci (2007)⁶⁵ esamina l'impatto della successione del CEO, che è anche fondatore dell'impresa, sulle performance economiche e finanziarie delle aziende. La ricerca sulle imprese familiari ha prodotto risultati contrastanti riguardo al rapporto tra coinvolgimento familiare e performance aziendali. Due principali problemi di questa letteratura sono l'ambiguità nella definizione di impresa familiare e la scarsa applicabilità dei risultati ad altri paesi. Quando si esclude

⁶⁵ Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, *Journal of Corporate Finance*, 2008

l'effetto del fondatore unico, l'evidenza di una performance superiore delle imprese familiari scompare. Inoltre, il talento del fondatore può essere responsabile della diminuzione della performance post-successione, soprattutto se il successore non è adeguatamente preparato.

Gli autori analizzano la successione del fondatore-CEO nel periodo dal 1996 al 2000 e confrontano le performance prima e dopo la sostituzione del CEO, con una finestra temporale di tre anni, tra aziende in cui il passaggio avviene internamente e quelle in cui la gestione è affidata a figure esterne.

4.3.1 Il campione

La presenza di piccole imprese in Italia è pervasiva: secondo i dati del Censimento, nel 2001 il 98% delle aziende manifatturiere italiane aveva meno di 50 dipendenti e rappresentava oltre il 55% della forza lavoro manifatturiera totale. Le percentuali salgono al 99% e al 77% rispettivamente per le imprese e l'occupazione, nella classe con meno di 250 dipendenti. Una grande parte di queste aziende è gestita come un'impresa familiare, o ha alcuni azionisti familiari chiave in grado di esercitare una grande influenza sugli affari aziendali⁶⁶.

I dati disponibili sono carenti per la maggior parte delle piccole imprese. Ad eccezione dei conti aziendali, le fonti pubblicamente disponibili non riportano i principali fattori che influenzano la successione, come la data di avvio dell'azienda, l'anno dell'uscita del fondatore o le caratteristiche del personale dirigenziale successivo. La maggior parte delle informazioni può essere raccolta solo tramite interviste dirette. Per questo motivo, è stato creato un dataset combinando due fonti complementari: un'indagine trasversale condotta tramite interviste telefoniche basate su questionari e un dataset di Cerved contenente i conti aziendali. L'indagine ha riguardato un ampio gruppo di aziende manifatturiere non agricole e non di servizi situate in quattro regioni italiane (Veneto, Emilia-Romagna, Marche e Abruzzo), caratterizzate dalla rilevanza delle industrie del

⁶⁶ Fabbrini, A., Micucci, G., 2004. Controllo familiare, struttura finanziaria e crescita delle imprese. *Rivista di Politica Economica* 94 (9–10), 167–202

‘Made in Italy’ e dalla presenza di distretti industriali. Le specializzazioni principali includevano moda (abbigliamento e calzature), legno e mobili in legno, industria meccanica e prodotti in plastica.

Il campione iniziale per l'indagine comprendeva 7500 aziende che soddisfacevano i criteri con conti utilizzabili per il periodo 1994-2004. Un sondaggio telefonico condotto tra marzo e luglio 2005 ha raccolto 3548 questionari compilati. Le interviste includevano domande sull'anno di avvio dell'azienda e sui dettagli del gestore attuale. Se il fondatore fosse stato ancora alla guida, le domande avrebbero riguardato: i) se alcuni eredi lavoravano nell'azienda, ii) l'età del fondatore e iii) se era prevista una successione nei prossimi due anni. Se il fondatore aveva lasciato la gestione, le domande vertevano su: i) il tipo di gestione attuale (eredi, azienda acquirente, altri manager esterni) e ii) la data della successione.

Le statistiche riassuntive per il campione completo sono riportate nella figura 8 e nella figura 9. La distribuzione del campione mostra che circa il 70% delle aziende esistenti è nata tra il 1960 e la fine degli anni '80. Un terzo di queste aziende ha già compiuto un processo di successione, mentre i restanti due terzi si avvicinano rapidamente a un cambiamento di gestione.

Table 1
Description of the sample

Variable	Firm's CEO						Succession rate $(b+c)/(a+b+c)$	Family succession rate $(b)/(a+b+c)$	
	Founder (a)		Heir (b)		Unrelated (c)				Total
	Number	%	Number	%	Number	%			Number
Total sample	2292	64.6	834	23.5	422	11.9	3548	35.4	23.5
<i>A. Sectors</i>									
Foods	110	48.5	89	39.2	28	12.3	227	51.5	39.2
Textile and clothing	171	70.7	50	20.7	21	8.7	242	29.3	20.7
Footwear	177	65.3	81	29.9	13	4.8	271	34.7	29.9
Wood and Paper	184	63.0	76	26.0	32	11.0	292	37.0	26.0
Chemical, rubber, plastic	171	58.8	79	27.1	41	14.1	291	41.2	27.1
Minerals (no metals)	135	55.8	70	28.9	37	15.3	242	44.2	28.9
Metalworking	472	70.8	131	19.6	64	9.6	667	29.2	19.6
Mechanical industry	394	64.5	124	20.3	93	15.2	611	35.5	20.3
Machinery, appliances, vehicles	238	65.9	64	17.7	59	16.3	361	34.1	17.7
Furniture, toys, jewels	240	69.8	70	20.3	34	9.9	344	30.2	20.3
<i>B. Size-classes (employees)</i>									
10-49	1759	67.1	596	22.7	267	10.2	2622	32.9	22.7
50-199	470	59.5	198	25.1	122	15.4	790	40.5	25.1
200+	63	46.3	40	29.4	33	24.3	136	53.7	29.4
<i>C. Starting year</i>									
Before 1929	0	0.0	82	82.8	17	17.2	99	100.0	82.8
1930-1939	1	2.4	31	73.8	10	23.8	42	97.6	73.8
1940-1949	19	22.6	54	64.3	11	13.1	84	77.4	64.3
1950-1959	66	33.2	112	56.3	21	10.6	199	66.8	56.3
1960-1969	283	49.6	216	37.8	72	12.6	571	50.4	37.8
1970-1979	645	67.5	188	19.7	122	12.8	955	32.5	19.7
1980-1989	727	76.1	112	11.7	116	12.1	955	23.9	11.7
1990-2005	450	84.3	35	6.6	49	9.2	534	15.7	6.6

Figura 8: Descrizione del campione. Fonte: Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, Journal of Corporate Finance, 2008.

Con l'aumentare delle dimensioni dell'impresa, che è più frequentemente associato a imprese più mature che hanno già subito un cambio di management, il tasso di successione (definito come il rapporto tra le aziende trasferite, sia gestite dagli eredi che da non correlati, e le aziende totali) cresce e varia considerevolmente tra i diversi settori. Le imprese a bassa e medio-bassa tecnologia (con intensità di Ricerca e Sviluppo (R&D) definita secondo la classificazione proposta dall'OECD⁶⁷: alimenti, abbigliamento, calzature, legno e mobili) hanno maggiori probabilità di mantenere la gestione all'interno della famiglia, mentre altre aziende (industria meccanica, macchinari, elettronica ed elettrodomestici) mostrano una maggiore incidenza di successioni non familiari. Analogamente, le aziende più grandi sono gestite più frequentemente da successori esterni rispetto agli eredi familiari.

La figura 9 offre una vista sulla dimensione delle imprese del campione nell'anno del turnover del CEO. In particolare, la dimensione viene misurata attraverso i due parametri di Sales e Total Assets.

Sample statistics in the year of succession

Variable	Number of observations	Mean	Median
A. Sales			
Total sample	229	12,230	5829
Unrelated	52	11,201	5394
Heirs	177	12,533	5953
Good performers	88	13,076	7539
Poor performers	89	11,971	5401
B. Total assets			
Total sample	229	9483	4159
Unrelated	52	8441	3506
Heirs	177	9789	4362
Good performers	88	9637	5339
Poor performers	89	9947	3810

Figura 9: Statistiche del campione nell'anno della successione. Fonte: Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, Journal of Corporate Finance, 2008.

⁶⁷ Organization for Economic Co-operation and Development, ovvero "organizzazione per la cooperazione e sviluppo economico".

La tabella riporta le vendite e il totale degli attivi per il campione di 229 aziende (177 gestite da eredi e 52 gestite da estranei) che hanno sperimentato una successione nel periodo 1996-2000 e per le quali erano disponibili dati finanziari per i tre anni precedenti e successivi alla transizione. Le vendite e il totale degli attivi sono espressi in migliaia di euro (rivalutati; base = 2005). Tasso di conversione: 1 euro = 1,314 dollari USA (febbraio 2007). Entrambe le variabili sono calcolate nell'anno della successione per ciascuna azienda del campione.

- "Heir" indica una successione familiare in cui il nuovo CEO è imparentato con il CEO familiare uscente o con il fondatore.
- "Unrelated" indica il trasferimento della gestione a un CEO non familiare.
- "Good performers" indica le aziende con buone performance, cioè aziende con una redditività aggiustata per gruppo superiore al punteggio mediano della distribuzione.
- "Poor performers" sono aziende con redditività aggiustata inferiore al punteggio mediano della distribuzione.

4.3.2 L'analisi empirica dei dati

Il seguente paragrafo è utile a descrivere in maniera approfondita le metodologie di analisi dei dati al fine di comprendere come i professori che hanno redatto questo studio sono giunti alle loro conclusioni. Osservando la figura 10 si trovano le statistiche descrittive della redditività misurata dal Return on Assets (ROA) e dal Return on Sales (ROS) per le aziende nel periodo di tre anni prima e dopo la successione. Sono stati esclusi i valori di performance estremi, detti outlier, (i più alti e i più bassi 5%) per garantire stime robuste. Le successioni familiari sono principalmente trasferimenti dalla prima alla seconda generazione, con solo 14 casi su 177 riguardanti la terza generazione o successive.

Pre-succession and post-succession firm profitability: ROA and ROS

Variable	Number of observations	ROA (%)			ROS (%)		
		Pre-succession	Post-succession	Difference	Pre-succession	Post-succession	Difference
<i>A. Absolute profitability levels</i>							
I. Total sample	229	9.89	7.49	-2.40 ^a	7.61	5.90	-1.72 ^b
Unrelated	52	9.82	8.95	-0.87	7.26	5.88	-1.38
Heir	177	9.91	7.06	-2.84 ^a	7.72	5.90	-1.82 ^b
Heir-Unrelated		0.08	-1.89 ^b	-1.97 ^b	0.46	0.02	-0.44
II. Heir	177						
Good performers	88	13.72	8.78	-4.94 ^a	10.46	7.45	-3.01 ^a
Poor performers	89	5.96	5.29	-0.68	4.88	4.30	-0.58
Difference		7.75 ^a	3.49 ^a	-4.27 ^a	5.58 ^a	3.15 ^a	-2.43 ^a
<i>B. Group-adjusted profitability levels</i>							
I. Total sample	229	-0.91	-0.76	0.15	-0.08	-0.28	-0.21
Unrelated	52	-1.48	0.35	1.82	-0.95	-0.75	0.19
Heir	177	-0.74	-1.09	-0.35	0.17	-0.14	-0.32
Heir-Unrelated		0.73	-1.43 ^b	-2.17 ^b	1.12 ^b	0.61	-0.52
II. Heir	177						
Good performers	88	3.85	1.17	-2.68 ^b	3.30	1.68	-1.62 ^b
Poor performers	89	-5.49	-3.43	2.06 ^b	-3.06	-2.03	1.04 ^a
Difference		9.34 ^a	4.60 ^a	-4.74 ^a	6.36 ^a	3.71 ^a	-2.65 ^a

Figura 10: redditività dell'impresa pre e post successione: ROA e ROS. Fonte: Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, *Journal of Corporate Finance*, 2008.

La performance post-successione mostra un chiaro calo della redditività per entrambi gli indicatori nelle aziende gestite da eredi e da manager esterni: il ROA totale si riduce da 9,89 a 7,49, mentre il ROS totale diminuisce da 7,61 a 5,90. Il calo è maggiore per le aziende gestite da eredi, risultando statisticamente significativo solo per queste ultime.

I rapporti di redditività aggiustati per gruppo (settore, dimensione e area) mostrano che le aziende gestite da eredi sperimentano diminuzioni simili nella performance post-successione sia per ROA che per ROS (-0,35 e -0,32). Al contrario, le aziende gestite da manager esterni mostrano un miglioramento significativo nel ROA aggiustato (da -1,48 a 0,35), mentre l'effetto sul ROS è minore. Questo suggerisce un processo di ristrutturazione post-successione nelle aziende gestite da manager esterni, probabilmente influenzato dalla dismissione e vendita di beni aziendali.

Per valutare l'impatto della successione sulla performance dei due gruppi di aziende (gestite da eredi e gestite da manager esterni), è stata stimata l'equazione con effetto fisso:

$$\pi_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 After + \alpha_2 After * Family + \alpha_3 \bar{\pi} + \alpha_4 Age + controls + \varepsilon_{it}$$

Le variabili dipendenti, π_{it} , erano rispettivamente ROA e ROS. L'ipotesi nulla era che i cambiamenti nella redditività derivanti dalla successione fossero trascurabili; se, al contrario, la successione migliorasse o peggiorasse la performance dell'azienda, si dovrebbero osservare cambiamenti positivi o negativi, rispettivamente, nel ROA e ROS post-successione. Le variabili indipendenti includevano:

- After: una dummy, uguale a uno se il trasferimento della gestione era già avvenuto, e uguale a zero altrimenti.
- After*Family: un termine di interazione che catturava l'effetto della successione all'interno della famiglia rispetto a quella esterna.
- $\bar{\pi}$: indice di redditività media del settore calcolato sulla base del codice SIC a tre cifre⁶⁸, della posizione e della classe dimensionale. Tale variabile è stata introdotta per esaminare i cambiamenti nella performance dell'azienda dopo aver controllato per l'effetto del tipo di industria, dell'area e della dimensione.
- Sono stati aggiunti anche controlli per l'età dell'azienda e gli effetti degli anni.

Inherited management and firm's performance (ROA and ROS for family and unrelated successions)

Variable	ROA			ROS		
	All successions	Poor performers	Family successions	All successions	Poor performers	Family successions
After	-1.05	-0.52		-1.97 ^a	-1.63 ^b	
After*Family	-1.29 ^b	-1.28 ^b	-1.96 ^b	0.06	0.07	-1.76 ^a
Mean ROA or ROS	0.84 ^a	0.56 ^a	0.64 ^a	0.87 ^a	0.54 ^a	0.68 ^a
Age	11.35 ^a	2.71 ^b	5.49 ^a	7.15 ^a	2.80 ^b	4.06 ^a
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of successions	229	115	177	229	115	177
Of which: family successions	177	88	177	177	88	177
Number of observations	1374	690	1062	1374	690	1062
Adjusted R-square	0.14	0.08	0.14	0.14	0.06	0.13

Figura 11: Gestione ereditata e performance aziendale (ROA e ROS per successioni familiari e non familiari). Fonte: Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, Journal of Corporate Finance, 2008.

⁶⁸ SIC sta per Standard Industrial Classification ed è un tipo di codice di settore comunemente utilizzato negli Stati Uniti, in Canada e in Messico. Il suo scopo è quello di aiutare a identificare l'affiliazione industriale di un'azienda. Fonte: <https://www.icribis.com/it/approfondimenti/estero/codici-SIC-NAICS>

I risultati stimati, riportati nella figura 11, mostrano che il turnover del CEO causa una riduzione della redditività (in termini di ROA e ROS) sia nelle aziende gestite da eredi che in quelle gestite da manager esterni, segnalando l'esistenza di un costo di successione in entrambi i gruppi di aziende. È possibile però notare una differenza significativa, guardando il ROS si osserva solo una piccola differenza tra i due gruppi, non vale lo stesso per il ROA: in questo caso, le aziende gestite da eredi chiaramente sottoperformano rispetto a quelle gestite da manager esterni. Comportamenti distinti intorno alla successione per i due gruppi di aziende potrebbero essere responsabili delle differenze osservate: se le aziende con scarse performance sono più propense ad essere trasferite al di fuori della famiglia rispetto a quelle con buone performance, ci si aspetterebbe che i nuovi proprietari (non familiari) delle aziende così acquisite ristrutturino l'azienda più ampiamente, migliorando così il ROA relativo. Questa preferenza a trasferire un'azienda al di fuori della famiglia quando ha performato male (o quando non c'è un successore familiare adatto) potrebbe influenzare il confronto post-successione tra le aziende gestite da eredi e quelle gestite da manager esterni e perciò possiamo ritenere questo un bias⁶⁹ che è necessario analizzare.

Successivamente, l'equazione utilizzata precedentemente è stata rielaborata includendo solo quelle aziende che performavano male prima della successione per controllare il potenziale bias sopra menzionato. Le aziende con scarse performance sono quelle con un livello di redditività inferiore al punteggio mediano della distribuzione. I risultati stimati, riportati nelle colonne 2 e 5 della figura 11, confermano i risultati precedenti, cioè una diminuzione simile del ROS per i due gruppi ma un calo maggiore nel ROA relativo nelle aziende gestite da eredi.

In sintesi, è stata confermata una chiara evidenza di una diminuzione della redditività conseguente alla successione da un fondatore a un erede, mentre i risultati sono misti quando si confrontano le successioni tra eredi e non familiari. Inoltre, le aziende con scarse performance che passano a manager esterni sembrano intraprendere una

⁶⁹ Termine usato per indicare, in statistica, la tendenza a deviare dal valore medio.

riorganizzazione intensa post-successione, mentre le aziende gestite da eredi non necessariamente subiscono una riorganizzazione.

La gestione ereditata danneggia davvero la performance delle aziende familiari?

Il primo passo è stato analizzare fino a che punto la diminuzione della redditività dopo una successione familiare fosse correlata alla performance dell'azienda prima della successione. L'aspettativa principale era una diminuzione maggiore nelle aziende ben performanti se il talento tendeva a regredire verso la media della popolazione (Becker e Tomes, 1986)⁷⁰.

$$\pi_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{After} + \alpha_2 \text{After} * \text{Good_Performers} + \alpha_3 \bar{\pi} + \alpha_4 \text{Age} + \text{controls} + \varepsilon_{it}$$

La variabile *Good_Performers* è una variabile dummy che indica le aziende ben performanti. La dummy è uguale a uno se la redditività dell'azienda è superiore al punteggio mediano del campione, e zero altrimenti. I risultati stimati in figura 12 mostrano che le aziende ben performanti sono molto danneggiate dal trasferimento della gestione a un erede: la differenza positiva nella performance prima della successione, come mostrato in figura 10, si riduce notevolmente dopo che gli eredi sono stati promossi alla posizione di CEO. L'intera diminuzione della performance è catturata dalla variabile di interazione *After * Good_Performers*, suggerendo una riduzione molto grande della redditività quando il successore familiare prende il controllo dell'azienda familiare.

Family succession and firm's performance in good-performing companies

Variable	ROA	ROS
After	0.39	0.12
After* Good_Performers	-4.60 ^a	-3.78 ^a
Mean ROA or ROS	0.72 ^a	0.73 ^a
Age	4.73 ^a	4.00 ^a
Year effects	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes
Number of successions	177	177
Number of observations	1062	1062
Adjusted R-square	0.20	0.19

⁷⁰ Becker, G.S., Tomes, N., 1986. Human capital and the rise and fall of families. *Journal of Labor Economics* 4, S1-S39

Figura 12: Successione familiare e performance dell'azienda nelle aziende ben performanti. Fonte: Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, *Journal of Corporate Finance*, 2008.

Alcune caratteristiche dell'azienda (la sua performance attuale e le prospettive future) possono influenzare il momento del trasferimento e il tipo di CEO. L'ipotesi che una selezione ottimale del CEO possa emergere dalle caratteristiche del fondatore e dalla performance dell'azienda ha ricevuto supporto empirico. Adams et al. (2005)⁷¹ mostrano che un fondatore può scegliere di ritardare il trasferimento finché la performance dell'azienda non raggiunge un livello sufficientemente alto, migliorando così le possibilità dell'erede di gestire con successo le operazioni future.

Trovano prove che una buona performance passata aumenta la probabilità che un fondatore lasci l'azienda nel prossimo futuro, e che questo risultato è coerente con due potenziali fattori:

- 1) i fondatori-CEO possono valorizzare il controllo sulla loro successione più dei non-fondatori;
- 2) i fondatori-CEO possono voler lasciare le loro aziende 'in buone condizioni'.

La diminuzione della performance aziendale dopo l'uscita del fondatore potrebbe essere dovuta non solo al talento inferiore dell'erede, ma anche alla tendenza della performance a ritornare alla media del settore (Barber e Lyon, 1996)⁷². Per isolare l'effetto della successione, è stato usato un metodo di confronto basato sulla performance, abbinando ogni azienda del campione (gestita da eredi) a una azienda di confronto (gestita da fondatori) con caratteristiche simili nel database Cerved. Se non c'erano corrispondenze, la procedura veniva reiterata con criteri meno restrittivi, fino a trovare un confronto adeguato.

⁷¹ Adams, R., Almeida, H., Ferreira, D., 2005. Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance. <http://ssrn.com/abstract=470145>

⁷² Barber, B.M., Lyon, J.D., 1996. Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 41, 359–399

La procedura di abbinamento ha permesso agli autori di identificare 561 aziende gestite da fondatori, che sono state utilizzate nel gruppo di controllo abbinato per 177 aziende controllate da eredi. L'evidenza empirica è presentata nelle figure 13 e 14.

$$\begin{aligned} \pi_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{After} + \alpha_2 \text{After} * \text{Family} \\ & + \alpha_3 \text{After} * \text{Good}_{\text{Performers}} + \alpha_4 \text{After} * \text{Good}_{\text{Performers}} * \text{Family} \\ & + \alpha_5 \bar{\pi} + \alpha_6 \text{Age} + \text{controls} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Family succession and firm's performance using matched firms: ROA

Variable	ROA				
	Family successions			Family successions (only Good performers)	
After	0.37	0.38	2.31 ^a	2.05 ^a	0.48
After*Family	-1.00 ^a	1.29 ^a	-1.27 ^a	-0.36	-2.09 ^a
After*Family*Good_Performers		-4.51 ^a		-1.72 ^a	
After*Good_Performers			-3.26 ^a	-2.82 ^a	
Mean ROA	0.43 ^a	0.46 ^a	0.51 ^a	0.51 ^a	0.60 ^a
Age	0.81	0.71	0.92	0.87	1.03
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Control firms	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of successions	177	177	177	177	87
Number of observations	1062	1062	1062	1062	522
Adjusted R-square	0.08	0.09	0.11	0.11	0.15

Figura 13: traduci: Family succession and firm's performance using matched firms: ROA.

Fonte: Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, Journal of Corporate Finance, 2008.

Family succession and firm's performance using matched firms: ROS

Variable	ROS				
	Family successions			Family successions (only Good performers)	
After	-0.31	-0.33	1.03 ^a	0.81 ^b	-0.68
After*Family	-0.77 ^a	1.19 ^a	-0.79 ^a	0.02	-1.56 ^a
After*Family*Good Performers		-3.72 ^a		-1.55 ^a	
After*Good performers			-2.57 ^a	-2.18 ^a	
Mean ROS	0.44 ^a	0.45 ^a	0.48 ^a	0.48 ^a	0.65 ^a
Age	0.60	0.59	0.41	0.34	0.60
Year effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed-effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Control firms	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of successions	177	177	177	177	87
Number of observations	1062	1062	1062	1062	522
Adjusted R-Square	0.06	0.08	0.10	0.10	0.15

Figura 14: Family succession and firm's performance using matched firms: ROS. Fonte:

Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, Journal of Corporate Finance, 2008.

I risultati stimati per la terza equazione indicano che, sebbene sia stato rilevato un notevole effetto di mean-reversion, esistono prove significative di una sostanziale diminuzione delle performance aziendali a seguito della successione. Dopo aver controllato per l'effetto di mean-reversion (catturato dall'interazione tra le variabili After e Good_Performers), le stime hanno rivelato una diminuzione di oltre 1,5 punti nel ROA e nel ROS post-successione per le aziende ben performanti (misurato dal termine di interazione After*Family*Good_Performers) (colonna 4 delle figure 13 e 14). Le aziende gestite da eredi hanno mostrato una performance post-successione significativamente inferiore rispetto a quelle gestite dai fondatori, confermando così la difficoltà che incontrano le aziende ben performanti nel trovare un successore adeguato all'interno del ristretto gruppo dei membri della famiglia.

4.3.3 Risultati e conclusioni

Questo studio, utilizzando un dataset unico sulle successioni familiari di un ampio campione di imprese italiane, esplora l'importante settore economico delle piccole imprese familiari. La rilevanza di questo studio è dovuta anche al fatto che in letteratura la maggior parte degli studi è dedicata a grandi imprese quotate poiché per esse è più facile reperire i dati. Al contrario, per le piccole imprese, a causa della difficoltà nella ricerca dei dati, ci sono meno studi nonostante esse rappresentino una grossa fetta del totale delle aziende a livello mondiale. La notevole presenza di piccole e medie imprese familiari in Italia, in particolare nel settore manifatturiero, rende il Paese adatto per esaminare l'impatto delle successioni familiari.

Il risultato principale è che la gestione ereditata all'interno della famiglia influisce negativamente sulle prestazioni dell'azienda, in particolare nelle imprese ben performanti, ovvero quelle che superano la redditività media del settore prima della successione. Questo calo è in parte dovuto a un effetto di regressione verso la media ed è più pronunciato nei settori competitivi dove il talento del fondatore è cruciale. Questo supporta recenti ricerche che indicano che la superiorità delle performance delle

imprese familiari è principalmente guidata dalle aziende gestite dai fondatori, suggerendo che non vi è una superiorità intrinseca nella struttura delle imprese familiari.

Inoltre, la diminuzione delle performance post-successione è maggiore nelle imprese gestite dagli eredi rispetto a quelle gestite da CEO non correlati, i quali tendono maggiormente a riorganizzare le imprese poco performanti dopo la successione. Ciò evidenzia i potenziali benefici di un mercato funzionale per il controllo aziendale nel mitigare gli effetti negativi dell'eredità aziendale sulle prestazioni e sulla sopravvivenza dell'impresa. Tuttavia, le norme sociali e i legami familiari possono ostacolare questo meccanismo, poiché i fondatori potrebbero trovare difficile separare la famiglia dall'azienda nonostante i costi in termini di prestazioni aziendali.

4.4 Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover

Lo studio presentato nel 2023 da Chulkov D.V., Barron J.M.⁷³ mira a comprendere se la probabilità del turnover del CEO influenzi la sensibilità della paga rispetto alle performance aziendali. L'analisi è stata svolta su un campione di 3180 aziende statunitensi quotate. Viene considerato il ruolo dei bonus e di altre forme di compensazione, come azioni e stipendi, nell'allineare gli interessi dei CEO con quelli degli azionisti. Il lavoro esplora come, in prossimità del pensionamento o di un turnover pianificato, le aziende modifichino i contratti di compensazione per incentivare le prestazioni a breve termine, utilizzando bonus legati a obiettivi specifici. Si considera inoltre la differenza tra turnover pianificato e non pianificato e il loro impatto sulla composizione della retribuzione degli amministratori delegati.

⁷³ Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, ottobre 2023, Heliyon

4.4.1 Il campione

Il campione di dati utilizzato in questo studio è stato costruito partendo dai dati di compensazione dei dirigenti di S&P ExecuComp per il periodo 1992-2020, combinati con i dati finanziari di CompuStat. Il dataset finale comprende 3879 aziende statunitensi quotate in borsa e 56.255 osservazioni. Una visione sommaria del campione è presentata di seguito in figura 15 e in figura 16 per quanto riguarda le distinzioni fra le diverse tipologie di turnover. L'analisi si concentra sui CEO, con l'esclusione di aziende senza una chiara definizione del CEO, casi di co-CEO, fusioni, bancarotte e altre casistiche che potessero rappresentare degli outlier. Sono stati identificati e analizzati i casi di turnover dei CEO, escludendo i turnover degli amministratori provvisori e quelli legati all'ultimo anno di osservazione dell'azienda. Dopo ulteriori filtri, il campione finale comprende 3180 aziende e 35.647 osservazioni tra il 1993 e il 2019.

Summary statistics.

	Mean	Standard Deviation	Min	Max	N
Salary compensation	934.364	493.284	0	10148.98	35647
Equity-based compensation	3760.963	11746.04	0	1032805	35647
Bonus and other non-equity compensation	1751.910	3342.567	0	166279	35647
Firm size as log of assets	7.924	1.755	1.365	15.145	35647
Debt to assets ratio	.239	.208	0	3.769	35647
CEO tenure at firm	8.720	7.330	2	61	35647
Return on assets (ROA)	.039	.135	-5.779	11	35647
Change in market value	.295	6.707	-.993	1084.324	35647
CEO of retirement age	.109	.312	0	1	35647
CEO planned departure within two years	.059	.235	0	1	35647
Fiscal year	2006.5	7.565	1993	2019	35647

Figura 15: Summary statistics. Fonte: Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, 2023, Heliyon.

Types of CEO turnover, 1993–2019.

CEO Departure Type	CEO not of Retirement Age ^a	CEO of Retirement Age ^b
No CEO departure within two years	25,967	2738
Planned CEO departure within two years	1124	968
Unplanned CEO departure within two years	4666	184
	72.8 %	7.7 %
	3.2 %	2.7 %
	13.1 %	0.5 %

Figura 16: Types of CEO turnover. Fonte: Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, 2023, Heliyon.

Gli autori stimano i modelli empirici suddividendo la retribuzione dei CEO in tre componenti principali: stipendio, equity (compensazione in azioni) e bonus. La figura 17 mostra come questi componenti siano variati nel tempo. Per la misurazione della performance aziendale viene utilizzato il ROA, ma gli autori includono anche variabili di controllo che possano influenzare la retribuzione dei CEO, tra cui la dimensione dell'azienda (misurata come il logaritmo naturale degli attivi), il rapporto tra il valore di mercato e quello contabile degli attivi, e la leva finanziaria definita come il rapporto tra debito totale e attivi dell'azienda. Oltre che la durata del mandato del CEO.

Years	Salary-based Pay	Equity-based Pay	Bonus and Other Pay ^a
1993–1996	41.6 %	29.0 %	29.4 %
1996–2001	32.4 %	41.5 %	26.1 %
2002–2006	29.8 %	40.5 %	29.7 %
2007–2011	29.9 %	41.5 %	28.6 %
2011–2016	24.7 %	46.5 %	28.8 %
2017–2019	22.3 %	48.8 %	28.9 %
Average	29.9 %	41.5 %	28.6 %

Figura 17: Componenti della paga del CEO. Fonte: Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, 2023, Heliyon.

Le variabili utilizzate per l'analisi dagli autori sono riportate di seguito nella figura 18:

Variable	Definitions	Data Source
Return on assets (ROA)	The firm's net income before extraordinary items and discontinued operations divided by total assets.	Compustat
Change in market value	Proportional change in the firm's market value from the start to the end of the fiscal year.	Compustat
Salary	Natural logarithm of annual CEO salary compensation	ExecuComp
Equity	Natural logarithm of annual CEO equity-based compensation including stock, options, and equity-based incentive pay	ExecuComp
Bonus and other compensation	Natural logarithm of annual CEO cash bonus, non-equity incentive pay, and other non-equity compensation	ExecuComp
Firm size	The natural logarithm of the firm's book value of total assets.	Compustat
Market to book value	Market value of the firm divided by the book value of assets.	Compustat
Debt to assets ratio	Total debt divided by total assets.	Compustat
CEO tenure at firm	The number of years in which CEOs stay in position.	ExecuComp
CEO of retirement age	Dummy variable equal to 1 if the CEO was of age 65 or older in the fiscal year, and zero otherwise.	ExecuComp
CEO planned departure within two years	Dummy variable equal to 1 if the CEO leaves the firm within two years due to normal retirement or change of duty, and zero otherwise.	ExecuComp, Full-text news search

Figura 18: Definizione delle variabili: Fonte: Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, 2023, Heliyon.

4.4.2 L'analisi empirica dei dati

Gli autori partono dall'idea che gli incentivi presenti nella paga dei CEO si rafforzino quando il CdA prevede un possibile turnover, e ciò permette loro di formulare diverse ipotesi da testare empiricamente. Una di esse riguarda l'età del CEO. Presumono che la probabilità di turnover aumenti quando il CEO raggiunge l'età pensionabile. Questa maggiore probabilità dovrebbe comportare un aumento degli incentivi legati alle prestazioni. La letteratura sulla retribuzione dei dirigenti identifica ruoli diversi per i bonus in denaro, focalizzati sugli incentivi a breve termine, rispetto alla compensazione basata su azioni, orientata al lungo termine. Poiché l'attenzione è sugli incentivi a breve termine prima di una partenza prevista del CEO, il meccanismo di incentivo rilevante dovrebbe essere il bonus in denaro, suggerendo la seguente ipotesi.

Ipotesi 1. I CEO che raggiungono l'età pensionabile sperimentano un aumento della sensibilità della paga in bonus ai cambiamenti nelle prestazioni aziendali.

Un'altra ipotesi deriva dalla classificazione del turnover dei CEO in base al grado di prevedibilità del turnover. Si distinguono le successioni pianificate ovvero i pensionamenti normali e i turnover meno prevedibili, come licenziamenti, pensionamenti anticipati, dimissioni o malattie, portando alla seconda ipotesi.

Ipotesi 2. I CEO prossimi a una successione pianificata mostrano un aumento della sensibilità della compensazione in bonus rispetto ai cambiamenti nelle prestazioni aziendali.

L'analisi empirica inizia stabilendo le relazioni di base tra retribuzione e performance. La figura 19 mostra come ciascun componente della paga dei CEO sia associato alla performance aziendale (ROA).

Per l'analisi empirica gli autori hanno utilizzato il seguente modello:

$$Comp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * ROA_{i,t} + \beta_j * X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$Comp_{i,t}$ rappresenta uno dei tre componenti della retribuzione del CEO dell'azienda i nell'anno t, mentre $ROA_{i,t}$ è il rendimento delle attività della stessa azienda. $X_{i,t-1}$ include le variabili di controllo come il rapporto tra valore di mercato e valore contabile, la leva finanziaria, le dimensioni dell'azienda e l'anzianità del CEO. Le variabili dipendenti riflettono il logaritmo naturale della retribuzione sotto forma di stipendio (1), bonus (2) ed equity (3).

	(1)	(2)	(3)
	Log of Salary Compensation	Log of Bonus Compensation	Log of Equity Compensation
Return on assets (ROA)	0.0131 (0.63)	1.469** (25.70)	0.0727 (0.58)
Market to book value	0.00900** (4.32)	0.107** (18.74)	0.0942** (7.62)
Debt to assets	-0.0871** (-3.32)	-0.760** (-10.62)	-0.655** (-4.21)
CEO tenure at firm	0.0169** (9.08)	0.0500** (9.83)	0.0608** (5.50)
Firm size	0.103** (14.69)	0.316** (16.61)	0.746** (18.00)
Time period dummy variables	Included	Included	Included
Firm-CEO fixed effects	Included	Included	Included
Observations	35647	35647	35647
R-squared	0.063	0.127	0.051

Figura 19: relazione fra la paga del CEO e il ROA. Fonte: Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, 2023, Heliyon.

Nella Figura 20 vengono testate le ipotesi riguardanti due fattori che influenzano la probabilità di partenza di un CEO. In primis, si analizza l'effetto del raggiungimento dell'età pensionabile sui livelli di retribuzione del CEO e sulla loro sensibilità alla performance aziendale (Ipotesi 1). In secondo luogo, vengono considerati diversi tipi di turnover del CEO, distinguendo le partenze pianificate entro due anni (Ipotesi 2). Le variabili di performance aziendale sono interagite con variabili dummy che indicano se il CEO ha raggiunto l'età pensionabile o se vi è stata una partenza pianificata.

$$Comp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * ROA_{i,t} + \beta_2 * RetireAge_{i,t} + \beta_3 * Planned_{i,t} + \beta_4 * RetireAge_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_5 * Planned_{i,t} * ROA_{i,t} + \beta_J * X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$RetireAge_{i,t}$ è una variabile dummy che indica il raggiungimento dei 65 anni del CEO, mentre $Planned_{i,t}$ indica partenze pianificate entro due anni. Come in precedenza, l'analisi utilizza effetti fissi per le coppie impresa-CEO e controlli temporali.

	(1)	(2)	(3)
	Log of Salary Compensation	Log of Bonus Compensation	Log of Equity Compensation
Return on assets (ROA)	0.0134 (0.63)	1.398** (24.08)	0.0613 (0.49)
ROA interacted with CEO retirement age	0.0394 (0.46)	1.236** (5.30)	0.0920 (0.18)
ROA interacted with planned CEO departure within two years	-0.0745 (-0.56)	1.162** (3.19)	0.847 (1.07)
CEO retirement age	-0.0535** (-3.96)	-0.181** (-4.92)	-0.188* (-2.34)
CEO planned departure within two years	0.0124 (0.87)	-0.0522 (-1.33)	-0.165 (-1.94)
Market to book value	0.00896** (4.30)	0.106** (18.75)	0.0940** (7.60)
Debt to assets	-0.0879** (-3.35)	-0.739** (-10.33)	-0.658** (-4.22)
CEO tenure at firm	0.0182** (9.58)	0.0534** (10.33)	0.0677** (6.01)
Firm size	0.101** (14.39)	0.303** (15.84)	0.739** (17.75)
Time period dummy variables	Included	Included	Included
Firm-CEO fixed effects	Included	Included	Included
Observations	35,647	35,647	35,647
R-squared	0.062	0.120	0.050

Figura 20: Sensibilità della retribuzione all'età pensionabile del CEO e al turnover pianificato. Fonte: Chulkov D.V., Barron J.M. Incentive pay sensitivity to firm performance prior to anticipated CEO turnover, 2023, Heliyon.

I risultati mostrano che i CEO che hanno raggiunto l'età pensionabile tendono a ricevere una retribuzione inferiore, un dato atteso poiché le opportunità lavorative si riducono con l'età. Tuttavia, la sensibilità della retribuzione al ROA per questi CEO risulta positiva e significativa solo per il bonus. Lo stesso aumento della sensibilità al ROA, esclusivamente per i bonus, è osservato nei casi di successioni pianificate. Non si riscontrano variazioni significative nella sensibilità dello stipendio o della retribuzione in equity rispetto al ROA per i CEO che raggiungono l'età pensionabile o che lasciano in una successione pianificata.

4.4.3 Risultati e conclusioni

I risultati ottenuti dagli autori in questo articolo mostrano che per quanto riguarda la relazione tra compenso e performance aziendale è stata rilevata una relazione positiva e significativa tra il Return on Assets (ROA) e il compenso sotto forma di bonus per i CEO. In particolare, la sensibilità del bonus alla performance aziendale (ROA) è significativa al livello dell'1%. Non è stata invece riscontrata una relazione significativa tra ROA e altri componenti della retribuzione del CEO, come la componente fissa della paga (stipendio) ed equity, ovvero le azioni.

Per quanto riguarda le due ipotesi proposte all'inizio dell'analisi dagli autori, è possibile affermare che, relativamente alla prima ipotesi, quando i CEO raggiungono l'età pensionabile (65 anni), tutte le forme di compensazione tendono a essere inferiori, probabilmente a causa delle minori opzioni di impiego alternative. Tuttavia, per i CEO che raggiungono l'età pensionabile, la sensibilità del bonus al ROA aumenta in modo significativo, mentre, come anticipato sopra, non ci sono cambiamenti significativi per lo stipendio o l'equity.

Relativamente agli effetti della successione pianificata, ovvero l'ipotesi 2, nei casi di successioni pianificate, in cui è previsto che il CEO lasci l'azienda entro due anni (a causa di pensionamento o cambiamento di ruolo), la sensibilità del bonus alla performance aziendale aumenta in modo significativo. Purtroppo, anche in questo caso, non ci sono cambiamenti significativi nella sensibilità dello stipendio o dell'equity alla performance aziendale.

I risultati sono stati sottoposti a vari controlli di robustezza, come l'inclusione di ulteriori misure di performance aziendale (ad esempio, il cambiamento del valore di mercato dell'azienda) e l'uso di variabili strumentali per affrontare potenziali problemi di endogeneità. I risultati principali, in particolare riguardo alla relazione tra bonus e ROA, sono rimasti solidi in tutte queste analisi.

In sintesi, l'analisi mostra che il bonus dei CEO è il componente più sensibile alla performance aziendale, soprattutto in situazioni in cui il CEO è vicino alla pensione o in un contesto di successione pianificata, mentre le altre componenti della paga del CEO, ovvero stipendio ed equity, non mostrano lo stesso livello di sensibilità al ROA.

4.5 The impact of CEO turnover on firm performance and insolvency risk- A global analysis

Lo studio del 2024 effettuato da A. Salvi et al.⁷⁴ analizza l'impatto del cambiamento di CEO sulle performance aziendali e sul rischio di insolvenza in un contesto globale. La ricerca si preme di trovare una correlazione tra il turnover del CEO e l'incremento dello Z-Score, un indicatore che misura la solidità finanziaria di un'azienda. I ricercatori sono convinti che il periodo post pandemia di COVID-19, ovvero un periodo caratterizzato da molte incertezze, la capacità delle aziende di adattarsi e modificare la loro direzione strategica è diventata cruciale. Il CEO gioca un ruolo centrale in questa dinamica, influenzando le decisioni strategiche e la performance complessiva dell'azienda.

4.5.1 Il campione

L'analisi si basa su un ampio campione di 6314 aziende quotate a livello globale, selezionato tra quelle che hanno subito un turnover del CEO tra il 2015 e il 2018. Questo campione è stato suddiviso in due gruppi: uno che include aziende che hanno cambiato CEO e l'altro che comprende aziende che hanno mantenuto la stessa leadership durante lo stesso periodo. Sono state escluse le aziende di piccole dimensioni, con criteri di capitalizzazione di mercato inferiori a dieci milioni di dollari, per garantire una maggiore rilevanza e robustezza dei risultati. La scelta di non distinguere tra turnover forzato e volontario è stata motivata dalla difficoltà di reperire informazioni dettagliate sui motivi del cambiamento di CEO, che spesso non sono pubblicamente disponibili. La figura 21 rappresenta le caratteristiche principali del campione di aziende.

⁷⁴ Salvi A., Tron A., Colantoni F., "The impact of CEO turnover on firm performance and insolvency risk - A global analysis", Finance Research Letters 62, 2024

Year	#	Country	#	Sector	#
2015	1328	Far East and Central Asia	2860	Property Services	305
2016	1414	North America	1548	Retail	289
2017	1522	Western Europe	1124	Communications	253
2018	2050	Oceania	298	Food & Tobacco Manufacturing	295
		South and Central America	332	Transport, Freight & Storage	295
		Middle East	80	Computer Software	119
		Eastern Europe	48	Media & Broadcasting	118
		Africa	24	Metals & Metal Products	296
				Industrial, Electric & Electronic Machinery	914
				Leather, Stone, Clay & Glass products	137
				Public Administration, Education, Health Social Services	111
				Business Services	307
				Mining & Extraction	390
				Travel, Personal & Leisure	224
				Utilities	243
				Computer Hardware	70
				Transport Manufacturing	221
				Chemicals, Petroleum, Rubber & Plastic	680
				Construction	231
				Printing & Publishing	57
				Agriculture, Horticulture & Livestock	63
				Miscellaneous Manufacturing	54
				Biotechnology and Life Sciences	65
				Wood, Furniture & Paper Manufacturing	135
				Textiles & Clothing Manufacturing	125
				Wholesale	248
				Banking, Insurance & Financial Services	56
				Waste Management & Treatment	13

Figura 21: Statistiche descrittive del campione.

4.5.2 L'analisi empirica dei dati

Per valutare l'impatto del turnover del CEO sulle performance aziendali, gli autori hanno utilizzato due modelli: uno di regressione ad effetti fissi e uno di tecniche di machine learning, in particolare il modello random forest. Utilizzando questi modelli i ricercatori hanno deciso di esaminare l'effetto del cambiamento di CEO usando come variabile dipendente le variazioni dello Z-Score di Altman in tre periodi distinti: un anno, due anni e tre anni dopo il cambiamento.

Lo Z-Score di Altman, sviluppato dallo stesso Altman nel 1968⁷⁵, viene utilizzato per misurare i miglioramenti nella performance economico-finanziaria delle aziende, poiché è un indicatore in grado di anticipare crisi aziendali attraverso l'analisi della relazione tra default e indicatori contabili. In base al valore di questo indicatore si possono identificare tre cosiddette zone:

⁷⁵ Altman, E.I., 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *J. Finance* 23 (4), 589–609.

1. $Z > 2.99$ “safe zone” o zona di sicurezza.
2. $1.81 < Z < 2.99$ “grey zone” o zona di incertezza.
3. $Z < 1.81$ “distress zone” o zona di sofferenza finanziaria.

Le variazioni dello Z-Score sono chiaramente analizzate assieme alle variazioni degli altri dati e indicatori di bilancio di ogni azienda del campione. Di seguito le figure 22 e 23 per la descrizione e caratteristiche delle variabili usate nell’analisi.

Variable	Description
Z- Score $T + 1/2/3 > T-0$	Delta in the Z-Score of the company between T-1 and $T + 1$ (Model 1), $T + 2$ (Model 2), $T + 3$ (Model 3)
Dummy CEO	Dummy variable equal to 1 if there is a change of the management at T-0.
ROA Delta	Delta in the ROA of the company between T-1 and $T + 1$ (Model 1), $T + 2$ (Model 2), $T + 3$ (Model 3). The ROA is calculated using net operating income divided by total assets.
Liquidity Delta	Delta in the liquidity ratio of the company between T-1 and $T + 1$ (Model 1), $T + 2$ (Model 2), $T + 3$ (Model 3). The liquidity ratio is calculated as the ratio of cash and cash equivalents to current liabilities.
Leverage Delta	Delta in the leverage ratio of the company between T-1 and $T + 1$ (Model 1), $T + 2$ (Model 2), $T + 3$ (Model 3). The leverage ratio is calculated using as the book value of long-term debt over the market value of common equity
Asset Delta	Delta in the total assets of the company between T-1 and $T + 1$ (Model 1), $T + 2$ (Model 2), $T + 3$ (Model 3).
Turnover Year	Factor variable for controlling the turnover year of the CEO (2015, 2016, 2017, 2018)
Sector	Factor variable for controlling the sector effect
Country	Factor variable for controlling the country effect
CEO Effects	Factor variable for controlling the CEO effect

Figura 22: descrizione delle variabili.

All Sample	N	P1	Mean	P50	P99
Z- Score $T + 1$	6314	-6.51	1.98	0.92	6.02
Z- Score $T + 2$	6314	-6.01	1.01	0.88	6.21
Z- Score $T + 3$	6314	-5.72	2.04	0.88	6.18
ROA Delta +1	6314	-19.96	-1.63	-0.52	7.55
ROA Delta +2	6314	-19.70	-1.88	-0.84	7.46
ROA Delta +3	6314	-19.06	-1.45	-0.76	8.09
Liquidity Delta +1	6314	-1.14	0.65	-0.07	2.21
Liquidity Delta +2	6314	-1.14	0.67	-0.07	2.24
Liquidity Delta +3	6314	-1.16	0.62	-0.08	2.13
Leverage Delta +1	6314	-0.61	-0.25	-0.33	-0.03
Leverage Delta +2	6314	-0.61	0.21	-0.32	-0.02
Leverage Delta +3	6314	-0.61	-0.25	-0.32	-0.02
Asset Delta +1	6314	-1.79	2.68	2.59	5.21
Asset Delta +2	6314	-1.31	2.78	2.67	5.28
Asset Delta +3	6314	-0.89	2.87	2.75	5.34

Figura 23: statistiche descrittive delle variabili.

I ricercatori per condurre l’analisi hanno avanzato tre ipotesi basate sulla letteratura dell’argomento. Le tre ipotesi sono rispettivamente:

1. Le performance finanziare di un’impresa sono positivamente impattate dal cambio del CEO.
2. La successione del CEO ha un buon impatto nel breve ma non nel lungo termine.
3. Un’azienda in crisi subisce un impatto positivo dal cambio del CEO.

In primis gli autori hanno effettuato un'analisi di correlazione fra le variabili, riportata di seguito in figura 24. Essa suggerisce che c'è una forte correlazione positiva tra gli Z-Score nei tre periodi, indicando che le performance finanziarie tendono a rimanere stabili o a migliorare nel tempo dopo il turnover del CEO, ad esempio, lo Z-Score T+3 ha una correlazione di 0.8048 con il punteggio T+2 e di 0.7417 con il punteggio T+1.

La Dummy CEO mostra una correlazione positiva con lo Z-Score nei periodi T+1 e T+2 ma negativa nel terzo periodo, ciò suggerisce che nel lungo periodo gli effetti positivi della successione tendono a svanire. Le variazioni del ROA mostrano correlazioni significative con lo Z-Score e tra loro. Ad esempio, ROA Delta T+3 ha una correlazione di 0.5744 con ROA Delta T+2, suggerendo che le performance operative migliorano in concomitanza con il miglioramento dello Z-Score. Lo stesso ragionamento vale più o meno anche per le variabili di liquidità, mentre la correlazione negativa con le variabili Leverage Delta suggerisce che un'elevata leva finanziaria può essere associata a performance finanziarie più deboli.

	Z - Score ^{T+3}	Z - Score ^{T+2}	Z - Score ^{T+1}	DummyCEO	ROADelta +3	ROADelta +2	ROADelta +1	LiquidityDelta +3	LiquidityDelta +2	LiquidityDelta +1	LeverageDelta +3	LeverageDelta +2	LeverageDelta +1	AssetDelta +3	AssetDelta +2	AssetDelta +1
Z - Score ^{T+3}	1.00															
Z - Score ^{T+2}	0.8048*	1.00														
Z - Score ^{T+1}	0.7417*	0.9137*	1.00													
Dummy CEO	-0.0180	0.0152*	0.0180°	1.00												
ROA Delta +3	0.0966*	0.0224*	0.0413*	-0.0194	1.00											
ROA Delta +2	0.0861*	0.0194	0.0247*	-0.0113	0.5744*	1.00										
ROA Delta +1	0.0272*	-	-0.0162	-0.0171	0.5278°	0.6338*	1.00									
Liquidity Delta +3	0.1432*	0.0262*	0.0544*	-	-	-	-	1.00								
Liquidity Delta +2	0.1112*	0.0316*	0.0643*	-	-	-	-	0.7881*	1.00							
Liquidity Delta +1	0.1047*	0.0238*	0.0718*	-	-	-	-	0.6757*	0.6780°	1.00						
Leverage Delta +3	-0.797*	-	-	0.0285*	0.1093*	0.0988*	0.0793*	-	-	-	1.00					
Leverage Delta +2	-	0.9840*	0.8883*	0.0118	-0.0184	-	0.0307*	-	-	-	0.0230*	0.0240*	0.0225*	-	-	-
Leverage Delta +1	-	-	-	0.0125	-0.0037	-0.0041	0.0430*	-	-	-	-0.0082	-0.0086	-0.0085	0.9996*	1.00	-
Asset Delta +3	0.7870*	0.9927*	0.8928*	0.0124	-0.0077	-0.0109	0.0353*	-0.0168	-0.0185	-0.0190	0.9949*	0.9982*	1.00	-	-	-
Asset Delta +2	0.7926*	0.9919*	0.8954*	0.0485*	0.1270°	0.1448*	0.1493*	-	-	-	-	-	-	1.00	-	-
Asset Delta +1	-0.0207	0.0348*	0.0140	0.0485*	0.1270°	0.1448*	0.1493*	-	-	-	-	-	-	-	1.00	-
Asset Delta +3	-0.0166	0.0428*	0.0109	0.0418*	0.1107°	0.1505*	0.1635°	0.1771*	0.1802*	0.1827*	0.0273*	0.0443*	0.0321*	0.9907*	1.00	-
Asset Delta +2	-	-	-	0.0418*	0.1107°	0.1505*	0.1635°	-	-	-	-	-	-	-	-	1.00
Asset Delta +1	0.0330*	0.0288*	0.0013	0.0415*	0.1110*	0.1364*	0.1665*	0.1814*	0.1815*	0.1837*	0.0368*	0.0549*	0.0422*	0.9790*	0.9902*	1.00
								0.1886*	0.1894°	0.1929*	0.0240°	0.0426°	0.0296*			

Figura 24: analisi di correlazione fra le variabili.

Successivamente, per verificare la veridicità delle ipotesi 1 e 2, gli autori hanno effettuato una regressione a effetti fissi (mostrata in figura 25) e un'analisi random forest (in figura 26).

<i>Dependent variable Models</i>	Z- Score T + 1 (1)	Z- Score T + 2 (2)	Z- Score T + 3 (3)
<i>Independent variables</i>			
Dummy CEO	0.280* (0.125)	0.170* (0.522)	-0.209 (0.418)
ROA Delta +1	0.101*** (0.0267)		
ROA Delta +2		0.165*** (0.0231)	
ROA Delta +3			0.163*** (0.0228)
Liquidity Delta +1	0.570*** (0.212)		
Liquidity Delta +2		0.750*** (0.164)	
Liquidity Delta +3			0.858** (0.418)
Leverage Delta +1	-7.933*** (0.0122)		
Leverage Delta +2		-2.620*** (0.00126)	
Leverage Delta +3			-5.510*** (0.0431)
Asset Delta +1	-0.403 (0.317)		
Asset Delta +2		-0.738** (0.318)	
Asset Delta +3			-0.361** (0.148)
Costant	0.0983 (1.016)	2.347** (1.013)	2.592 (2.871)
Control Turnover Year	YES	YES	YES
Control Sector	YES	YES	YES
Control Country	YES	YES	YES
CEO Effects	YES	YES	YES
Observations	6314	6314	6314

***, **, and * indicates statistically significant levels of 1%, 5% and 10%, respectively.

Figura 25: risultati della regressione a effetti fissi (modelli 1,2,3).

I tre modelli presenti nell'analisi corrispondono ai tre periodi di tempo precedentemente descritti e, i risultati di questi modelli, hanno mostrato che la variabile Dummy CEO è statisticamente significativa con un impatto positivo sull'incremento dello Z-Score nei Modelli 1 e 2 (maggiormente sul modello 1). Nel Modello 3 invece l'impatto del turnover del CEO sull'aumento dello Z-Score non è statisticamente significativo.

Per quanto riguarda il modello Random Forest, i ricercatori hanno utilizzato le metriche RVI (Relative Variable Importance), che indicano la frequenza media di utilizzo di una variabile all'interno degli alberi decisionali del modello, espressa su una scala da 0 a 1. Un RVI maggiore di 0 indica che la variabile contribuisce a migliorare le capacità predittive del modello. Gli RVI sono riportati di seguito in figura 26:

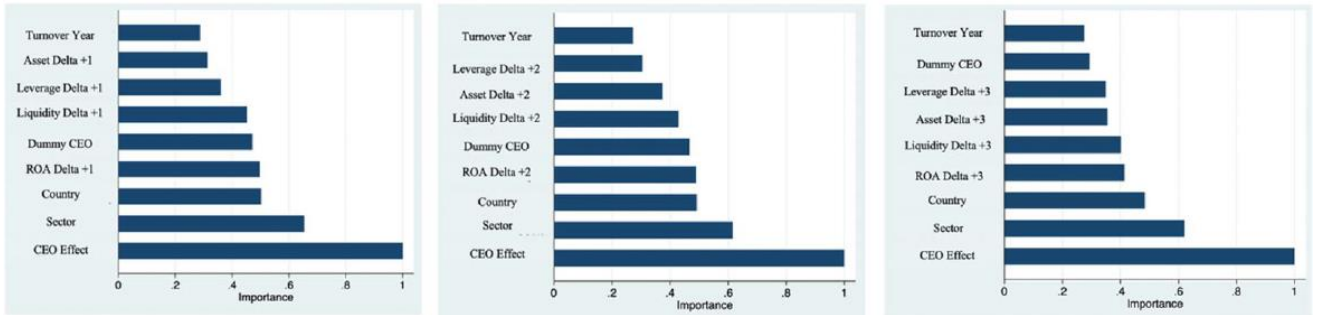


Figura 26: RVI random forest (modelli 4,5,6).

I risultati del modello random forest supportano le evidenze precedenti: il turnover del CEO produce un effetto positivo sulle performance aziendali nel breve periodo, indipendentemente dalla sua collocazione geografica o dal settore di appartenenza, ma tale effetto tende a ridursi nel lungo periodo. Nel Modello 4 e nel Modello 5, la variabile Dummy CEO mostra un valore RVI vicino a 0,5, classificandosi tra le variabili più rilevanti. Invece, nel Modello 6, che mostra risultati analoghi a quelli del Modello 3 per le altre variabili, Dummy CEO risulta essere una delle variabili meno significative.

Al fine di testare l'ipotesi HP3, è stata aggiunta una nuova variabile dummy "Status", pari a 1 se lo Z-Score iniziale è inferiore a 1,8 (distress zone), 0 altrimenti. "Status" serve quindi a categorizzare le aziende come in stato di crisi. Le analisi sono state rieseguite includendo un fattore di interazione tra Dummy CEO e Status per catturare l'effetto differenziale del turnover del CEO tra aziende sane e aziende in crisi. Di seguito la tabella di regressione:

Dependent variable Models	Z- Score T + 1 (7)	Z- Score T + 2 (8)	Z- Score T + 3 (9)
<i>Independent variables</i>			
Dummy CEO	-0.280* (0.390)	-0.373 (0.673)	-0.363 (0.386)
Status	-0.763 (0.580)	-1.075 (0.646)	-0.437 (0.280)
Interaction Factor Status - Dummy CEO	0.417* (0.242)	0.569* (0.252)	0.320 (0.224)
ROA Delta +1	0.0231 (0.0756)		
ROA Delta +2		0.165*** (0.0433)	
ROA Delta +3			0.158*** (0.0341)
Liquidity Delta +1	0.673* (0.401)		
Liquidity Delta +2		0.876*** (0.250)	
Liquidity Delta +3			0.355** (0.150)
Leverage Delta +1	-17.05** (0.117)		
Leverage Delta +2		-6.332*** (1.275)	
Leverage Delta +3			-6.263*** (0.088)
Asset Delta +1	0.188* (0.502)		
Asset Delta +2		-0.441 (0.351)	
Asset Delta +3			-0.120 (0.149)
Costant	-4.164 (0.066)	0.580 (0.760)	-0.464 (0.645)
Control Turnover Year	YES	YES	YES
Control Sector	YES	YES	YES
Control Country	YES	YES	YES
CEO Effects	YES	YES	YES
Observations	3152	3144	3156

***, **, and * indicates statistically significant levels of 1%, 5% and 10%, respectively.

Figura 27: risultati regressione a effetti fissi (modelli 7,8,9)

Ciò che permette di supportare l'ipotesi 3 è che il fattore di interazione sia positivo e statisticamente significativo nei modelli 7 e 8, ma non nel 9. Di conseguenza, si può affermare che il turnover del CEO ha effetti positivi più evidenti per le aziende in crisi, mentre il suo impatto sembra essere negativo per le aziende sane. Anche l'analisi random forest conferma i risultati della regressione a effetti fissi per quanti riguarda l'ipotesi numero 3.

4.5.3 Risultati e conclusioni

I risultati ottenuti da Salvi, Tron e Colantoni mostrano che la successione dei CEO può effettivamente migliorare le performance aziendali e aumentare le probabilità di sopravvivenza durante situazioni di crisi. Questo effetto positivo è particolarmente

evidente nei primi due anni dopo l'assunzione del nuovo CEO, suggerendo che le aziende dovrebbero approfittare di questa finestra temporale per implementare cambiamenti strategici. Tuttavia, la ricerca evidenzia anche che l'efficacia delle strategie adottate tende a diminuire nel tempo, sottolineando l'importanza di una pianificazione strategica a lungo termine. Gli autori dello studio sottolineano quindi l'importanza di considerare il turnover come una decisione strategica, capace di influenzare in modo significativo la crescita e lo sviluppo futuri dell'azienda. Inoltre, l'analisi suggerisce che il turnover del CEO ha un impatto più positivo sulle aziende in crisi rispetto a quelle già in salute.

Lo studio fornisce perciò importanti implicazioni per le pratiche di governance aziendale, indicando che le imprese devono essere pronte a adattarsi rapidamente ai cambiamenti e a considerare le transizioni ai vertici come opportunità strategiche per migliorare la propria competitività.

4.6 CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms

Lo studio effettuato da Calabrò A., Torchia M., Yezza H., Quarato F.⁷⁶ nel 2023 analizza come la successione nei gruppi familiari rappresenti un passaggio cruciale per la continuità e la prosperità delle aziende familiari. In un contesto economico sempre più competitivo, infatti, la scelta del nuovo CEO può avere un impatto significativo sulla performance aziendale. La letteratura esistente evidenzia un dibattito attivo riguardo all'opzione di nominare un membro della famiglia rispetto a un CEO esterno, con implicazioni diverse in termini di controllo, innovazione e performance. Il paper di seguito presentato si propone di esaminare le conseguenze delle decisioni di successione nelle aziende familiari italiane, sviluppando una teoria comportamentale che esplora

⁷⁶ Calabrò A., Torchia M., Yezza H., Quarato F. "CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 2023

come le aspirazioni di performance e le risorse disponibili influenzino la scelta del CEO e le performance post-successione.

4.6.1 Il campione

Per l'analisi empirica, è stato selezionato un campione di 430 successioni di CEO in aziende familiari italiane avvenuti nel periodo 2005-2014. I dati finanziari delle aziende però partono dal 2000 in modo tale che i ricercatori potessero avvalersi di cinque anni antecedenti la successione per poter comprendere al meglio la situazione aziendale prima della successione. Il campione è stato scelto tenendo conto delle caratteristiche specifiche del contesto italiano, caratterizzato da una concentrazione di proprietà elevata, che consente alle famiglie di esercitare un'influenza significativa sulla governance aziendale. Sono state escluse dal campione le aziende del settore finanziario e quelle con dati mancanti su variabili chiave. La selezione finale ha incluso aziende con un fatturato superiore ai 20 milioni di euro, basandosi su dati pubblici provenienti da fonti affidabili come il database AIDA. Questo approccio ha consentito di ottenere un campione rappresentativo che facilita l'analisi delle dinamiche di successione nelle aziende familiari.

4.6.2 L'analisi empirica dei dati

La ricerca si è concentrata principalmente sulle performance aziendali pre-successione e la presenza di risorse slack all'interno dell'organizzazione. Le risorse slack (o organizational slack) si riferiscono a risorse disponibili in un'organizzazione che non sono attualmente utilizzate o impegnate in attività operative. Queste risorse possono includere vari tipi di asset, ad esempio finanziari, capacità operative, risorse umane e materiali. L'analisi dei dati è stata condotta utilizzando un approccio quantitativo

attraverso modelli di regressione per testare le seguenti sei ipotesi formulate nel contesto delle successioni nei CEO delle aziende familiari italiane.

- H1: In condizioni di performance al di sotto delle aspettative, vi è una maggiore probabilità di nominare un CEO esterno non familiare.
- H2: La disponibilità di risorse slack modera negativamente la probabilità di nominare un CEO esterno in presenza di performance al di sotto delle aspettative.
- H3: Esiste una relazione positiva tra la nomina di un CEO esterno non familiare e le performance aziendali post-successione.
- H4: Le risorse slack moderano negativamente la relazione positiva tra la nomina di un CEO esterno e le performance aziendali post-successione.
- H5: La performance al di sotto delle aspettative modera positivamente la relazione tra la nomina di un CEO esterno e le performance aziendali post-successione.
- H6: In condizioni di performance al di sotto delle aspettative, l'aumento delle risorse slack modera negativamente la relazione tra la nomina di un CEO esterno e le performance aziendali post-successione.

Le variabili principali utilizzate per l'analisi empirica includono: *Performance al di sotto delle aspettative*: questa variabile misura il grado in cui le performance di un'azienda sono inferiori rispetto alle aspettative. È calcolata come la differenza tra il ritorno sulle vendite (ROS) dell'azienda e il ROS della media dei concorrenti nel settore. Se la performance dell'azienda è superiore a quella dei concorrenti, la variabile è impostata a zero. *CEO Esterno (Outsiderness)*: dummy che assume valore 1 se il nuovo CEO non è un membro della famiglia e non ha ricoperto precedenti ruoli nell'azienda, 0 altrimenti. *Risorse Slack*: misurate in termini di risorse non utilizzate disponibili all'interno dell'organizzazione. Sono calcolate considerando due componenti: Slack Assorbito e Slack Potenziale: il primo rappresenta le risorse già impegnate ma non completamente utilizzate mentre il secondo è misurato come il rapporto inverso tra debito e capitale proprio. L'indice di slack totale è dato dalla somma dei due, normalizzata. *Performance Aziendale Post-Successione*: Misurata attraverso il ROS. *Dimensione dell'Azienda*:

logaritmo del totale delle attività dell'azienda. *Età dell'Azienda* sotto forma di logaritmo. *Liquidità*: calcolata come rapporto tra liquidità disponibile (cash e equivalenti) e totale delle attività, fornendo un'indicazione della solidità finanziaria a breve termine dell'azienda. *Leverage*: ovvero la leva finanziaria.

Di seguito in figura 28 e figura 29 sono riportate le tabelle di correlazione fra queste variabili:

	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. CEO outsidersness	0.3263525	0.4689803	1													
2. Leverage	7.303868	9.453158	0.0528*	1												
3. Liquidity index	0.0676231	0.0957828	-0.0248	-0.0699*	1											
4. Ln firm size	10.489480	1.528483	0.1149*	-0.1338*	-0.1655*	1										
5. Ln firm age	2.931906	0.8790882	-0.0530*	-0.1903*	-0.0706*	0.2074*	1									
6. Board size	1.036512	0.7351083	0.0599*	-0.1673*	-0.0590*	0.3935*	0.2242*	1								
7. Family board ratio	0.5970262	0.3771389	-0.6853*	0.0025	0.0321*	-0.2190*	0.0228*	-0.3640*	1							
8. Departing leader age	57.934810	14.476630	-0.0993*	-0.1431*	-0.0074	0.1669*	0.2639*	0.1579*	0.0299*	1						
9. Departing leader tenure	9.250443	8.267734	-0.1460*	-0.1401*	0.0191*	0.0604*	0.4296*	0.0063	0.1749*	0.4008*	1					
10. N. of leaders	0.1663911	0.3670344	-0.1073*	-0.0996*	-0.0406*	0.1088*	0.1361*	0.4132*	-0.0214*	0.1675*	0.1331*	1				
11. First generation	0.1675325	0.3735314	-0.2118*	0.0609*	0.0446*	-0.1325*	-0.3408*	-0.1616*	0.1856*	0.1427*	0.1729*	0.0082*	1			
12. Departing leader woman	0.1333629	0.3400418	-0.0582*	-0.0172*	0.0262*	-0.0802*	0.0311*	0.0314*	0.0512*	-0.0139*	0.0012	0.1829*	-0.0557*	1		
13. Perf. below aspirations	1.950030	3.553430	0.1271*	0.1467*	-0.0796*	0.0244*	-0.0882*	0.0081	-0.0963*	-0.0218*	-0.0774*	-0.0349*	-0.0480*	-0.0030	1	
14. Organizational slack	0.159683	0.9405302	-0.0012	-0.1461*	0.2076*	0.0278*	0.0336*	0.0226*	-0.0064	0.0394*	0.0295*	0.0092*	-0.0105*	0.0085	-0.0292*	1

Note(s): * $p < 0.05$
Source(s): Author's own creation/work

Figura 28: Analisi di correlazione. Fonte: Calabrò A. et al. "CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms", 2023

	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. ROS	4.17264	5.55434	1														
2. Leverage	7.01603	8.82538	-0.1813*	1													
3. Liquidity index	0.0535746	0.0772141	0.1781*	-0.0820*	1												
4. Ln firm size	10.30317	1.26730	0.2018*	-0.1749*	-0.0738*	1											
5. Ln firm age	3.13451	0.6809748	0.0817*	-0.2657*	0.0539*	0.3270*	1										
6. Board size	1.04495	0.7104974	0.1303*	-0.2132*	0.0000	0.4830*	0.2665*	1									
7. Family board ratio	0.7141383	0.3324634	-0.0366	-0.0455	-0.0653*	-0.1426*	-0.0170	-0.1735*	1								
8. Departing leader age	56.08726	14.62353	-0.0090	-0.0989*	-0.0121	0.1304*	0.1925*	0.1797*	-0.0027	1							
9. Departing leader tenure	753,626	781,978	0.0166	-0.1339*	0.0348	0.0445	0.2119*	0.1533*	0.0686*	0.4458*	1						
10. N. of leaders	0.1961032	0.382638	-0.0127	-0.0712*	-0.0289	0.0849*	0.0812*	0.2973*	0.0031	0.1323*	0.1424*	1					
11. First generation	0.2850575	0.4515716	-0.0003	0.0818*	-0.0111	-0.1028*	-0.2581*	-0.0437	0.1636*	0.2805*	0.3024*	0.0736*	1				
12. Departing leader woman	0.1761724	0.3810875	0.0075	0.0233	0.0056	-0.0071	0.0577*	-0.0507*	0.0168	-0.0336	0.0162	0.1236*	-0.0239	1			
13. CEO outsidersness	0.4000319	0.4906353	-0.0363	0.1114*	0.0261	0.0477*	-0.0763*	0.0556*	-0.3937*	-0.0269	-0.0696*	-0.0374	-0.1182*	0.0121	1		
14. Organizational slack	0.2054365	0.4041259	0.1125*	-0.1853*	0.2647*	0.0324	0.0908*	0.0509*	0.0123	0.0637*	0.0212	0.0361	-0.0084	-0.0009	-0.0022	1	
15. Perf. below aspirations	0.08207	0.2745432	-0.4292*	0.1553*	-0.0687*	-0.0173	-0.0339	-0.0517*	-0.0775*	0.0468	-0.0669*	-0.0093	-0.0080	-0.0376	0.1633*	-0.0469*	1

Note(s): * $p < 0.05$
Source(s): Author's own creation/work

Figura 29: Analisi di correlazione. Fonte: Calabrò A. et al. "CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms", 2023

Nella figura 28 un elemento centrale è la relazione tra la nomina di CEO esterni e le performance aziendali al di sotto delle aspettative, che risulta positiva. Questo

suggerisce che le aziende con performance scadenti sono più inclini a cercare cambiamenti nella leadership, confermando così l'ipotesi 1. Inoltre, si osserva una correlazione positiva tra l'indebitamento (leverage) e la nomina di CEO esterni, indicando che le aziende con un alto livello di debito possono cercare nuove direzioni strategiche per migliorare la loro situazione.

D'altra parte, il Liquidity Index mostra una possibile correlazione negativa con la nomina di CEO esterni. Questo implica che le aziende con buona liquidità tendono a mantenere la leadership interna, supportando l'ipotesi 2. Un altro aspetto significativo è la relazione tra il Family Board Ratio e la nomina di CEO esterni, che risulta negativa. Questo suggerisce che un forte controllo familiare riduce la propensione a cercare competenze esterne, confermando anche l'ipotesi 2.

Inoltre, le dimensioni (Ln Firm Size) e l'età (Ln Firm Age) dell'azienda mostrano che le imprese più grandi e mature sono più inclini a nominare CEO esterni, suggerendo una maggiore necessità di innovazione in questi contesti. Vale lo stesso per la maggiore età o la longevità del CEO uscente. Infine, le aziende di prima generazione tendono a nominare CEO esterni più frequentemente rispetto a quelle di generazione successiva, confermando l'ipotesi 1.

La Tabella 3 fornisce statistiche descrittive sulle variabili analizzate, offrendo un quadro utile per comprendere il contesto delle successioni. Una delle evidenze più significative riguarda la percentuale di CEO esterni nel campione, che indica quanto le aziende familiari siano aperte a nuove leadership. I dati sulle performance e sull'indebitamento mostrano che le aziende con alti livelli di indebitamento sono più propense a cercare CEO esterni in situazioni difficili, supportando così l'ipotesi 1.

Inoltre, le dimensioni e l'età dell'azienda evidenziano che le imprese più grandi e mature hanno maggiori probabilità di nominare CEO esterni, riflettendo una necessità di rinnovamento e innovazione. La composizione del CdA, rappresentata dal Family Board Ratio, suggerisce che un'alta presenza di membri familiari riduce la probabilità di nominare CEO esterni, confermando l'ipotesi 2.

Di seguito sono riportate le analisi di regressione effettuate dagli autori:

Dependent variable: CEO outsidersness	Model 1	Model 2
Leverage	-0.120 (0.416)	-0.0839 (0.418)
Liquidity ratio	-1.314 (1.229)	-1.243 (1.291)
Ln firm assets	-0.0135 (0.0631)	-0.00963 (0.0642)
Ln firm age	-0.0932 (0.126)	-0.139 (0.129)
Board size	-0.0741 (0.182)	-0.0782 (0.184)
Family board ratio	-3.081*** (0.287)	-3.137*** (0.297)
Departing leader age	-0.00545 (0.00521)	-0.00563 (0.00532)
Departing leader tenure	0.00137 (0.00995)	0.00276 (0.0102)
First generation	-0.948*** (0.351)	-0.947*** (0.366)
Departing leader woman	0.0505 (0.188)	0.0145 (0.192)
Performance below aspirations (PBA)	0.0575* (0.0313)	0.0728** (0.0336)
Organizational slack (OS)		0.143* (0.0798)
PBA * OS		-0.582*** (0.226)
Constant	1.831 (1.122)	1.779 (1.127)
Year fixed effects	Y	Y
Observations	556	556
Pseudo R ²	0.3684	0.3789

Note(s): Values in parentheses are robust standard errors
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$
Source(s): Author's own creation/work

Figura 30: I coefficienti di regressione sulla propensione alla successione professionale.
Fonte: Calabrò A. et al. "CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms", 2023

La figura 30 analizza i coefficienti di regressione relativi alla propensione a nominare un CEO esterno, fornendo un quadro chiaro delle variabili che influenzano questa scelta nelle aziende familiari. Un risultato chiave è rappresentato dalla variabile "Performance Below Aspirations", il cui coefficiente positivo (0.0575*) suggerisce che le aziende che presentano performance al di sotto delle aspettative tendono a nominare CEO esterni.

Inoltre, il modello evidenzia l'impatto delle risorse slack. L'interazione tra "Performance Below Aspirations" e "Organizational Slack" ha un coefficiente negativo (-0.582***), suggerendo che, sebbene le performance scadenti possano aumentare la propensione a nominare un CEO esterno, la presenza di risorse slack tende a ridurre questo effetto.

Questo risultato conferma l'ipotesi 2, indicando che le aziende con maggiori risorse disponibili sono meno inclini a cercare nuove leadership quando affrontano performance insoddisfacenti.

Il modello fornisce anche indicazioni sull'effetto delle risorse slack in relazione alla nomina di CEO esterni e alle performance aziendali post-successione, supportando l'idea che le aziende con CEO esterni possano sperimentare un miglioramento delle performance, confermando così l'ipotesi 3.

Dependent variable ROS	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Leverage	4.864* (2.810)	4.276 (2.808)	5.304* (2.748)	5.530** (2.692)
Liquidity ratio	4.181 (3.797)	3.017 (3.509)	3.379 (3.355)	3.929 (3.408)
Ln firm assets	0.802 (1.053)	0.917 (1.041)	1.069 (0.948)	1.090 (0.909)
Ln firm age	-4.019 (6.244)	-4.007 (6.172)	-4.274 (6.183)	-4.176 (6.091)
Board size	0.0628 (1.118)	-0.198 (1.078)	-0.387 (0.999)	-0.298 (1.002)
Family board ratio	0.914 (1.722)	1.093 (1.690)	0.920 (1.429)	0.885 (1.401)
Departing leader age	-0.0277 (0.0281)	-0.0318 (0.0275)	-0.0208 (0.0236)	-0.0215 (0.0235)
Departing leader tenure	-0.0490 (0.0467)	-0.0433 (0.0447)	-0.0552 (0.0448)	-0.0559 (0.0424)
N leaders	-0.954 (0.752)	-1.049 (0.753)	-1.213 (0.795)	-1.246 (0.793)
First generation	1.142 (0.831)	1.161 (0.818)	1.074 (0.811)	1.024 (0.783)
Departing leader woman	0.315 (0.648)	0.396 (0.620)	0.458 (0.629)	0.305 (0.558)
Succession	-0.496 (0.779)	-0.609 (0.779)	-0.633 (0.780)	-0.822 (0.805)
Outsiderness	-	-	-	-
Outsiderness succession (OS)	1.560* (0.903)	1.939** (0.891)	0.982 (0.777)	0.886 (0.771)
Slack		0.652*** (0.161)	0.646*** (0.169)	0.353*** (0.124)
OS * Slack		-0.963*** (0.196)	-0.884*** (0.179)	-0.701*** (0.175)
Performance below aspirations			-0.327 (0.335)	-0.477 (0.301)
OS * PBA			1.025** (0.469)	1.095** (0.461)
Slack * PBA				0.300*** (0.0835)
OS * Slack * PBA				-0.287*** (0.0980)
Constant	4.919 (27.59)	4.546 (27.36)	2.916 (26.44)	2.104 (25.75)
Observations	1,131	1,131	1,131	1,131
Firm Fixed effects	Y	Y	Y	Y
Year Fixed Effects	Y	Y	Y	Y
Clustered S.E. by firm	Y	Y	Y	Y
R-squared	0.079	0.103	0.120	0.141

Note(s): Values in parentheses are robust standard errors
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$
Source(s): Author's own creation/work

Figura 31: Regressioni panel della successione professionale sulle performance aziendali.

Fonte: Calabrò A. et al. "CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms", 2023

La figura 31 esamina l'impatto della nomina di un CEO esterno sulle performance aziendali post-successione. I risultati mostrano che la nomina di un CEO esterno ha un effetto positivo e significativo sulle performance (coefficienti positivi come 1.560*), supportando l'ipotesi 3. Questo suggerisce che le aziende che scelgono un CEO esterno possono sperimentare miglioramenti significativi nelle loro performance operative.

Tuttavia, il modello introduce anche un'importante interazione tra la nomina di un CEO esterno e le risorse slack. Il coefficiente negativo (-0.963***) per l'interazione tra "Outsiderness" e "Organizational Slack" indica che le aziende con un alto livello di risorse slack vedono attenuato il miglioramento delle performance post-successione derivante dalla nomina di un CEO esterno. Questo risultato conferma l'ipotesi 4, suggerendo che una disponibilità eccessiva di risorse può portare a inefficienze che limitano i benefici della nomina di un leader esterno.

Inoltre, la figura 31 analizza l'influenza della performance al di sotto delle aspettative sulla relazione tra la nomina di un CEO esterno e le performance post-successione. Un coefficiente positivo (1.025**) per questa interazione suggerisce che le aziende in difficoltà possono trarre vantaggio in modo più significativo dalla nomina di un CEO esterno, confermando così l'ipotesi 5.

Infine, l'interazione tra performance al di sotto delle aspettative e risorse slack mostra un coefficiente negativo (-0.287***), indicando che un aumento delle risorse slack in condizioni di performance scadente riduce l'efficacia della nomina di un CEO esterno nel migliorare le performance. Questo supporta l'ipotesi 6, suggerendo che le aziende devono gestire attentamente le loro risorse per massimizzare i benefici derivanti dalla nuova leadership.

4.6.3 Risultati e conclusioni

Lo studio di Calabrò A. et al. ha messo in luce dinamiche significative che influenzano le decisioni di leadership in contesti di performance variabile. I risultati ottenuti dalle analisi

delle tabelle e dalle regressioni forniscono una chiara evidenza delle relazioni tra le performance aziendali, le risorse disponibili e le scelte di successione.

In primo luogo, l'analisi ha confermato che le aziende che si trovano a fronteggiare performance al di sotto delle aspettative sono significativamente più propense a nominare un CEO esterno. Questo risultato suggerisce che, in momenti di crisi o difficoltà, le aziende cercano nuove prospettive e competenze esterne per guidare il cambiamento e migliorare la loro posizione competitiva. L'ipotesi 1 è dunque supportata, evidenziando la ricerca di innovazione come risposta a sfide interne.

In secondo luogo, è emerso che la disponibilità di risorse slack gioca un ruolo cruciale nella decisione di nominare un CEO esterno. Le aziende con elevate risorse slack tendono a essere meno inclini a effettuare cambiamenti radicali nella leadership, poiché possono permettersi di affrontare le difficoltà senza dover ricorrere a una nuova direzione. Questa dinamica ha confermato l'ipotesi 2, evidenziando l'importanza di un'adeguata gestione delle risorse per ottimizzare le decisioni strategiche. I risultati hanno dimostrato inoltre che la nomina di un CEO esterno ha un impatto positivo sulle performance aziendali post-successione. L'effetto positivo di questa nomina è però attenuato dalla presenza di risorse slack, suggerendo che un'allocazione inefficiente delle risorse può limitare i benefici derivanti dalla nuova leadership. Le ipotesi 4 e 6 sono confermate in questo contesto, indicando la necessità di un bilanciamento tra risorse disponibili e strategie di leadership.

In conclusione, lo studio fornisce un importante contributo alla comprensione della successione nei CEO delle aziende familiari, sottolineando che le scelte di leadership sono profondamente influenzate dalle performance aziendali e dalla disponibilità di risorse. Le aziende devono dunque affrontare con attenzione le proprie dinamiche interne, poiché una strategia di successione ben pianificata può portare a significativi miglioramenti nelle performance.

Capitolo 5: L'analisi empirica

Il cambiamento di un CEO può avvenire per diverse ragioni. Da decenni, gli studi nel campo della leadership strategica e della governance hanno attribuito grande rilevanza alla comprensione delle cause e delle conseguenze della successione dei CEO per l'aspettativa che esso influenzi in modo rilevante le prestazioni di un'impresa. La teoria del principale-agente suggerisce che gli interessi dei proprietari dell'azienda e dell'amministratore delegato possano divergere, soprattutto nel lungo periodo, influenzati da differenze nelle loro retribuzioni. Il turnover del CEO può diventare allora una soluzione per riallineare gli interessi tra i proprietari e i manager e quindi per la salute dell'impresa stessa.

Il ricambio di un CEO è un evento che incide su tutti gli aspetti aziendali, dalla strategia alle performance, infatti, la relazione tra il turnover dei CEO e le prestazioni aziendali è molto complessa. L'arrivo di nuovi dirigenti può creare condizioni favorevoli per l'attuazione di importanti cambiamenti all'interno dell'azienda, incentivando innovazione e crescita. Allo stesso tempo, il turnover dei CEO può avere anche effetti negativi sulle performance finanziarie, soprattutto quando le strategie del nuovo dirigente non si allineano con le caratteristiche dell'azienda al momento del cambio di amministratori.

La ricerca avanzata da questa tesi mira a comprendere come un cambio di CEO possa influenzare le performance finanziarie di un'azienda quotata in Italia. Per valutare l'impatto del turnover del CEO sulla performance finanziaria verrà usato un modello di regressione a effetti fissi. La regressione con effetti fissi è comunemente utilizzata negli studi economici e finanziari per la sua comprovata utilità nella previsione degli eventi.

A tal fine di seguito sono proposte tre ipotesi che saranno confermate o smentite attraverso l'analisi econometrica di un campione di imprese italiane quotate. Ciò renderà possibile trarre delle conclusioni sulle cause e gli effetti del turnover dei CEO.

Ipotesi 1 (HP1). Le performance finanziarie di un'azienda sono influenzate positivamente dalla sostituzione del CEO.

Questa prima ipotesi è volutamente di carattere più generale al fine di utilizzarla come indicazione per comprendere se, mediamente, il turnover del CEO ha effetti positivi o negativi sui bilanci e sugli indicatori finanziari di un'impresa. Numerosi sono gli studi effettuati nella letteratura della corporate governance, ma considerando la complessità delle dinamiche legate al turnover dei CEO e l'attuale contesto socioeconomico in Italia, emerge la necessità di ulteriori ricerche e analisi approfondite.

Ipotesi 2 (HP2). La nomina di un nuovo CEO ha un impatto positivo sulle performance finanziarie di un'azienda nel breve termine, ma non nel lungo periodo.

Il momento in cui avviene il cambio del CEO è determinante per comprendere il suo effetto sulle performance aziendali. È ragionevole pensare che il turnover del CEO produca un impatto positivo nel breve termine, contribuendo a significativi miglioramenti in diversi ambiti della performance aziendale, soprattutto se esso si verifica a causa di scarsi risultati finanziari. Tuttavia, nel lungo periodo è ragionevole aspettarsi che numerosi fattori, sia endogeni che esogeni, tendano ad attenuare l'impatto positivo che la successione.

Ipotesi 3 (HP3). Un'azienda in crisi può registrare un impatto positivo sulle proprie performance finanziarie con il turnover del CEO.

La relazione tra il turnover dei CEO e la probabilità di fallimento di un'azienda può presentare grosse differenze a seconda dei settori, dell'area geografica e altri fattori come ad esempio la dimensione aziendale. L'effetto del turnover potrebbe perciò essere molto diverso nei vari casi. Le crisi sono spesso un punto di partenza per una rinascita e il cambio del management rappresenta una discontinuità importante e necessaria. In tal senso, la nomina di un nuovo CEO in una situazione di crisi è tra le misure più comuni ed efficaci che un'impresa possa adottare, in quanto introduce nuovo capitale umano.

5.1 I dati e le variabili

Per l'analisi è stato utilizzato un dataset composto da 177 imprese italiane quotate alla Borsa di Milano, relativo al periodo dal 2000 al 2021, per un totale di 2676 osservazioni. Il file iniziale con i dati del campione di imprese è stato fornito dalla Prof.ssa Rondi ed è stato integrato con i dati di bilancio e indicatori finanziari più recenti, le variabili relative alla successione e alla paga degli amministratori. L'anno 2000 è quello di partenza per la raccolta dei dati poiché è l'anno in cui la CONSOB ha reso obbligatoria la divulgazione della remunerazione dei CEO e di tutte le componenti della stessa (fissa, bonus, benefici non monetari, equity) la cui somma fa la paga totale annuale (totcomp_ceo).

Poiché l'obiettivo di questa tesi è quello di comprendere cosa succede alle performance di un'impresa quotata nel contesto di una successione del CEO, sono state presi in considerazione solo gli anni attorno al turnover: $(t - 1)$, (t_0) , $(t + 1)$, $(t + 2)$, $(t + 3)$ dove $t_0 = \text{anno del turnover}$ ovvero dove la variabile dummy "turnover" è pari a 1. Questo ha ridotto il totale delle osservazioni a 1140, per un complessivo di 285 segnalazioni di turnover. Questo sarà utile per dividere l'analisi in tre periodi diversi:

1. tra $(t - 1)$ (l'anno prima della nomina del nuovo CEO) e $(t + 1)$ (un anno dopo la nomina del nuovo CEO)
2. tra $(t + 1)$ e $(t + 2)$ (due anni dalla nomina del nuovo Amministratore Delegato)
3. tra $(t + 1)$ e $(t + 3)$ (tre anni dalla nomina del nuovo Amministratore Delegato)

Il turnover è identificato quando un CEO lascia la sua posizione e subentra un nuovo Amministratore Delegato.

5.1.1 Le variabili del modello

Al fine di ottenere un'analisi quanto più precisa possibile è necessario confrontare il caso di turnover del CEO con le variabili più importanti che indicano la salute economico-

finanziaria delle aziende. Di seguito sono riportate le variabili del database che saranno utilizzate per l'analisi.

- Nfirm: Numero dell'azienda osservata.
- Year: Anno dell'osservazione.
- Roa: variabile ottenuta dal rapporto tra l'Utile Netto e Total Assets.
- Debt_Equity: indica la leva finanziaria dell'impresa.
- MarketToBook: rapporto tra il valore di mercato della società ed il suo book value.
- Z-score Altman: serve per misurare la salute finanziaria di una società; maggiore di 3 indica uno stato di salute, compresa fra 1.8 e 3 è nella cosiddetta zona grigia, minore di 1.8 indica un rischio di fallimento.
- Ceo_age: indica l'età del CEO in carica.
- Totcomp_ceo: indica la paga del CEO nell'anno di osservazione.
- Tenure: da quanti anni è in carica il CEO.
- Logsales: indica il logaritmo delle vendite nell'anno di osservazione.
- LogEtà: indica il logaritmo dell'età dell'azienda.
- Family50: dummy pari a 1 se la quota di controllingshare è maggiore o uguale a 50, e l'azionista di maggioranza è un individuo o una famiglia; 0 altrimenti.
- Family30: Variabile binaria che assume il valore 1 se la quota di controllingshare è maggiore o uguale a 30, e l'azionista di maggioranza è un individuo o una famiglia; 0 altrimenti.
- InstInv: dummy pari a 1 se nella società è presente almeno un investitore istituzionale con una partecipazione rilevante; 0 altrimenti.
- dual: dummy pari a 1 se l'azienda possiede una struttura duale di voto; 0 altrimenti.
- StateOwn: dummy pari a 1 se l'azienda è pubblica; 0 altrimenti.
- Famceo30: dummy pari a 1 se vi è una parentela fra il CEO e la famiglia proprietaria di almeno il 30%; 0 altrimenti.
- Uni_degree: dummy pari a 1 se il CEO è laureato, 0 altrimenti.

- Uni_downgrade: dummy pari a 1 se si passa da un CEO laureato a uno non laureato, 0 altrimenti.
- Ing_degree: dummy pari a 1 se il CEO è laureato in ingegneria, 0 altrimenti.
- Turnover: dummy pari a 1 se nell'anno di osservazione è avvenuta una successione; 0 altrimenti.
- ROA_negativo: dummy pari a 1 se nell'anno di osservazione $ROA < 0$; 0 altrimenti.
È usata come indicatore di crisi delle performance aziendali
- Turnover*ROA_negativo: dummy pari a 1 se nell'anno di osservazione la successione del CEO avviene quando il $ROA < 0$; 0 altrimenti.
- Delta Roa +1: variazione di ROA fra t+1 e t-1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Roa +2: variazione di ROA fra t+2 e t+1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Roa +3: variazione di ROA fra t+3 e t+1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Debt_Equity +1: variazione di leva finanziaria fra t+1 e t-1, con t anno dell'osservazione
- Delta Debt_Equity +2: variazione di leva finanziaria fra t+2 e t+1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Debt_Equity +3: variazione di leva finanziaria fra t+3 e t+1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Z-Score +1: variazione di Z-score di Altman fra t+1 e t-1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Z-Score +2: variazione di Z-score di Altman fra t+2 e t+1, con t anno dell'osservazione.
- Delta Z-Score +3: variazione di Z-score di Altman fra t+3 e t+1, con t anno dell'osservazione.

Tabella 1: statistiche descrittive delle variabili continue.

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Totcomp_ceo	1846	1047.338	1388.776	10	21942
Ceo_age	1956	56.014	9.2028	29	83
Tenure	1956	7.9069	6.8444	1	39
MarketToBook	1719	1.2353	.5232	-2.228	5.412
ROA	1675	.02353	.0564	-.3917	.4007
Debt_Equity	1555	1.4282	3.2004	0	9.8
ZscoreAltman	1996	2.5409	1.6409	.1132	9.998
Logsales	1996	13.2541	1.6111	8.8618	18.6614
LogEtà	1697	1.2695	.3735	1	2.2695

In tabella 2, riportata di seguito, viene presentata una panoramica delle variabili che saranno utilizzate per la regressione. Le seguenti variabili sono state calcolate come differenza di valore fra di esse nei diversi anni di osservazione ante e post turnover, identificando quindi tre periodi di tempo, come già illustrato nel paragrafo precedente.

Tabella 2: statistiche descrittive delle variabili delta.

Variabili	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Delta Z-Score +1	1677	-.1667	1.8767	-10.1938	6.9479
Delta Z-Score +2	1676	.0907	1.704	-4.4603	9.7687
Delta Z-Score +3	1522	.125	2.0609	-4.8542	11.8922
Delta Roa +1	1492	-.0017	.0529	-.199	.1938
Delta Roa +2	1551	-.0017	.0494	-.1639	.1713
Delta Roa +3	1467	-.0037	.0563	-.2111	.1868
Delta Debt_Equity +1	1386	.1126	1.1953	-4.39	7.41
Delta Debt_Equity +2	1440	.1154	1.2021	-4.39	7.41
Delta Debt_Equity +3	1367	.1437	1.4353	-4.94	9.1

5.2 Statistiche descrittive del campione

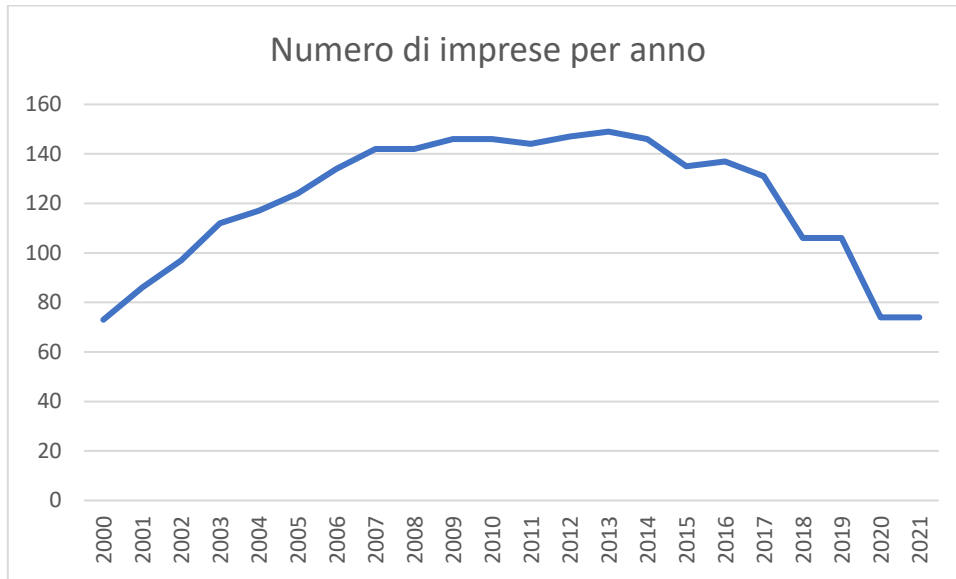
Le statistiche descrittive aiutano a comprendere, anche grazie a una visualizzazione grafica, quali sono le caratteristiche del campione utilizzato. Permettono di scomporre il campione in più sottogruppi, quali ad esempio l'anno in cui è avvenuto il turnover, il settore a cui appartiene l'azienda in questione, se essa sia pubblica o privata etc.

Tabella 3: numero di turnover presenti nel campione per ogni anno di osservazione.



Le osservazioni dal 2000 al 2021 non includono tutte le imprese del campione. Ad esempio, la prima osservazione per un'impresa potrebbe non essere nel 2000, perché alcune di esse si sono quotate dopo tale anno, mentre l'ultima non è sempre il 2021, a causa di eventuali delisting durante il periodo di osservazione.

Tabella 4: Numero di imprese presenti nel campione analizzato per ogni anno considerato nell'analisi (2000-2021)



Nei prossimi sottoparagrafi sono riportati dei test t o test di differenza delle medie che servono a capire come i fattori principali di governance incidano sulla paga del CEO, sulla sua età, sulla tenure e sul ROA, scelto come indicatore di performance dell'azienda. Le variabili dicotomiche, che rappresentano le caratteristiche di governance e dei CEO, utilizzate nelle seguenti analisi sono: Family 50, Family 30, InstInv, Dual, StateOwn, famceo30, uni_degree, ing_degree e turnover.

5.2.1 t-test sulla paga dei CEO

Questa tabella riassume i risultati di un'analisi statistica sulle differenze nella compensazione dei CEO in base a diverse caratteristiche aziendali e del CEO stesso. I risultati mostrano alcune tendenze interessanti sulla relazione tra la struttura proprietaria, il background accademico del CEO e la sua compensazione.

Tabella 5: test t di differenza delle medie eseguiti sulla variabile totcomp_ceo ovvero il totale del compenso del ceo nell'anno di osservazione.

	Totcomp_CEO		Differenza	P – value
	1	0		
Family 50	901.008	1.302.381	4.013.729	0.000
Family 30	9.783.983	1.224.555	2.461.568	0.000
Instinv	1.303.481	7.923.027	5.111.787	0.000
Dual	1.238.805	9.633.199	2.754.847	0.000
State Own	1204.53	1.023.057	1.814.738	0.0559
Fameceo30	8.329.217	1.186.958	3.540.366	0.000
Uni Degree	1.123.054	688.705	4.343.486	0.000
Ing Degree	9.243.303	1.099.183	1.748.524	0.0140
Turnover	877.622	1.069.006	1.913.843	0.0606

Per quanto riguarda la proprietà familiare e la compensazione del CEO nelle aziende dove la proprietà è principalmente in mano a una famiglia, soprattutto se la famiglia possiede il 50% o più delle azioni, i CEO tendono a ricevere compensi significativamente inferiori rispetto a quelli delle aziende non familiari. Questa tendenza si osserva anche nelle aziende con almeno il 30% di proprietà familiare, con una differenza media di circa 246.000 unità. Questi risultati suggeriscono che le aziende familiari adottano una politica di compensazione più conservativa, probabilmente perché il legame familiare tra proprietari e CEO riduce la necessità di alti incentivi economici per motivare il dirigente.

Relativamente alla presenza di investitori istituzionali e della struttura duale di voto le aziende che hanno investitori istituzionali tra i loro azionisti offrono ai CEO compensi più elevati rispetto alle altre aziende. Questo risultato potrebbe riflettere l'influenza degli investitori istituzionali, che spesso richiedono compensi competitivi per attrarre e mantenere dirigenti di alto livello capaci di massimizzare il valore dell'azienda. Anche nelle aziende in cui esistono due classi di azioni con diritti di voto differenti, i CEO ricevono compensi più alti (circa 275.000 unità in più rispetto alle altre). Questo può indicare che le aziende con strutture di voto più complesse compensano i CEO per gestire meglio le potenziali sfide legate al mantenimento di un controllo efficace.

Nelle aziende a proprietà statale, i CEO tendono a ricevere compensi leggermente inferiori rispetto a quelli delle aziende private. Tuttavia, questa differenza non è molto significativa, il che suggerisce che il controllo pubblico potrebbe influire sulla compensazione, ma in modo non rilevante. La presenza di proprietà statale potrebbe limitare la compensazione del CEO, più probabilmente per via di politiche più restrittive o dell'attenzione pubblica sui compensi dei dirigenti delle aziende pubbliche.

Un dato interessante è che, quando il CEO è imparentato con la famiglia proprietaria (se la famiglia possiede almeno il 30% delle azioni), il compenso tende a essere inferiore rispetto ai CEO non imparentati con i proprietari. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che le aziende quotate non familiari tendono ad essere più grandi rispetto a quelle familiari e di conseguenza anche i compensi dei CEO rispecchiano questa differenza. Inoltre, per le aziende familiari il guadagno deriva principalmente dal diritto agli utili piuttosto che dalla paga annuale da dirigente.

L'analisi mostra inoltre che i CEO laureati tendono a ricevere compensi significativamente più elevati rispetto ai non laureati, con una differenza media di circa 434.000 unità. Ciò suggerisce che le aziende dove il ruolo del CEO è più impattante e perciò c'è una maggiore attenzione alla paga, tendono a scegliere candidati con una buona istruzione accademica, al contrario di imprese familiari dove invece la scelta dei candidati ricade principalmente su membri della famiglia proprietaria. Tuttavia, se il CEO ha una laurea in ingegneria, la compensazione tende a essere inferiore rispetto ai CEO con altre specializzazioni. Questo potrebbe riflettere una percezione secondo cui le competenze tecniche dei laureati in ingegneria siano meno valorizzate rispetto a competenze più orientate alla gestione o alla finanza pura.

Infine, le aziende che hanno attraversato un cambio di CEO nell'anno in questione tendono a offrire compensi inferiori ai nuovi CEO rispetto alle aziende che non hanno avuto un cambio. Tuttavia, questa differenza non è statisticamente significativa. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che i contratti dei nuovi CEO sono spesso provvisori o che il compenso è temporaneamente inferiore durante il periodo di transizione.

In sintesi, questa analisi mette in evidenza come la struttura proprietaria e le caratteristiche del CEO influiscano significativamente sulla compensazione. Gli investitori istituzionali e le strutture di voto duale sono associati a compensi più elevati, probabilmente per attrarre dirigenti in grado di gestire al meglio la complessità aziendale. Infine, il titolo di studio del CEO gioca un ruolo importante, con i CEO laureati che generalmente ottengono compensi più elevati rispetto a quelli senza titolo di studio avanzato, anche se una laurea in ingegneria è associata a compensi leggermente inferiori rispetto ad altre specializzazioni.

5.2.2 t-test sull'età dei CEO

Questa tabella presenta i risultati dei test t sulle differenze nell'età media dei CEO tra vari gruppi aziendali e caratteristiche personali del CEO.

Tabella 6: test t di differenza delle medie eseguiti sulla variabile ceo_age ovvero l'età del ceo nell'anno di osservazione.

	CEO Age		Differenza	P – value
	1	0		
Family 30	555.784	571.510	15.726	0.000
Instinv	553.794	566.135	12.341	0.003
State Own	580.598	557.132	23.466	0.000
Fameceo30	570.678	553.140	17.538	0.000
Uni Degree	554.876	584.298	29.422	0.000
Turnover	531.343	563.718	32.376	0.000

Nelle aziende con una forte proprietà familiare (con almeno il 30% delle azioni detenute dalla famiglia), rispetto alle aziende non familiari non vi è una differenza netta sull'età media del CEO. Infatti, i CEO delle aziende familiari hanno circa 55,6 anni, mentre quelli delle aziende non familiari ne hanno 57,1. Questa differenza, seppur di poco più di un

anno e mezzo, è statisticamente significativa ma solo se il CEO in questione non è un membro della famiglia proprietaria, come si può vedere dal risultato del t-test sulla variabile famceo30.

Quando ci sono investitori istituzionali tra gli azionisti, l'età media dei CEO tende a scendere. Le aziende con investitori istituzionali hanno CEO leggermente più giovani (in media 55,4 anni) rispetto alle aziende senza questa presenza (56,6 anni). Anche questa differenza è significativa e potrebbe indicare che gli investitori istituzionali preferiscono manager più giovani, probabilmente per la loro flessibilità o capacità di adattarsi più rapidamente alle esigenze di un mercato in costante evoluzione. Dall'analisi precedente sulla compensazione si era visto come gli investitori istituzionali e il titolo di studio influiscano positivamente sulla paga, si può quindi ragionevolmente pensare che il titolo di studio sia mediamente associato a manager più giovani.

In contesto di proprietà statale, invece, i CEO tendono a essere più anziani. Le aziende pubbliche hanno CEO con un'età media di 58 anni, circa 2,3 anni in più rispetto alle aziende private. Questo potrebbe riflettere una preferenza del settore pubblico per dirigenti con maggiore esperienza e familiarità con il contesto istituzionale, spesso caratterizzato da complessità burocratiche e da una gestione più conservativa.

Quando il CEO è imparentato con la famiglia proprietaria (nelle aziende dove la famiglia detiene almeno il 30% delle azioni), la tendenza è di avere dirigenti un po' più anziani. In media, questi CEO hanno circa 57 anni, quasi due anni in più rispetto ai CEO senza legami di parentela con la proprietà. Questo suggerisce che le famiglie proprietarie tendono a scegliere membri con maggiore esperienza per ricoprire la posizione di CEO, forse per consolidare la continuità familiare e la stabilità gestionale dell'azienda.

La conferma rispetto alla riflessione riguardo l'età dei CEO in relazione al loro livello di istruzione arriva qui. I CEO laureati tendono a essere più giovani (età media di 55,5 anni) rispetto ai CEO non laureati, che in media hanno circa 58,4 anni. La differenza di quasi tre anni è significativa e rispecchia l'aumento di persone che conseguono un titolo di studio rispetto agli anni precedenti.

Infine, l'età media dei CEO cambia in modo evidente nelle aziende che hanno affrontato un turnover di leadership nell'anno. In questi casi, i nuovi CEO tendono a essere molto più giovani, con un'età media di 53,1 anni, rispetto ai CEO delle aziende che non hanno subito cambiamenti (56,4 anni). Questo suggerisce che, in fase di sostituzione, le aziende preferiscono scegliere dirigenti più giovani, probabilmente per portare una nuova prospettiva o per imprimere un rinnovamento alla guida aziendale.

In generale, questi risultati evidenziano tendenze diverse nella scelta dell'età dei CEO a seconda del contesto proprietario e delle caratteristiche personali. Le aziende con investitori istituzionali sembrano preferire CEO più giovani, mentre le aziende pubbliche e quelle con CEO legati alla famiglia tendono a privilegiare dirigenti più esperti. Le aziende inoltre mostrano una preferenza per laureati più giovani e, in caso di turnover, tendono a scegliere dirigenti più giovani per favorire il cambiamento e l'innovazione. Queste dinamiche suggeriscono che l'età del CEO non è solo una variabile casuale, ma è influenzata da precise strategie e preferenze aziendali.

5.2.3 t-test sulla tenure dei CEO

Questa tabella riassume i risultati dei test t per la differenza di "tenure" (anni di permanenza in carica) dei CEO, analizzata in base a diverse caratteristiche aziendali e personali del CEO. Di seguito sono riportati i principali risultati e le interpretazioni.

Tabella 7: test t di differenza delle medie eseguiti sulla variabile tenure ovvero da quanti anni è in carica il ceo nell'anno di osservazione.

	Tenure		Differenza	P – value
	1	0		
Family 30	89.214	52.889	36.325	0.000
Instinv	81.495	76.973	0.4521	0.1455
Dual	79.572	78.867	0.0705	0.8369
State Own	46.096	83.924	37.828	0.000
Fameceo30	110294	58.315	51.980	0.000
Uni Degree	75.229	99.249	24.020	0.000

Nelle aziende con almeno il 30% di proprietà familiare, la tenure media dei CEO è significativamente più lunga rispetto alle aziende non familiari. In media, i CEO di queste aziende restano in carica per circa 8,9 anni, contro i 5,3 anni nelle aziende senza una forte proprietà familiare. La differenza di 3,6 anni è altamente significativa ($p < 0,01$), indicando che le aziende familiari tendono a mantenere i loro CEO più a lungo.

La presenza di investitori istituzionali non sembra influire in modo significativo sulla tenure del CEO. Le aziende con investitori istituzionali mostrano una tenure media di circa 8,1 anni, leggermente più alta rispetto a quelle senza (7,7 anni), ma questa differenza non è significativa ($p = 0,1455$). Questo suggerisce che la presenza di investitori istituzionali non è un fattore determinante per la durata del mandato del CEO.

Anche la struttura duale di voto non sembra avere un impatto rilevante sulla tenure del CEO. Le aziende con una struttura di voto duale hanno una tenure media di 7,96 anni, quasi identica a quella delle aziende senza questa struttura (7,89 anni). La differenza è minima e non significativa ($p = 0,8369$), indicando che la complessità della struttura di voto non sembra influenzare la durata del mandato del CEO.

Nelle aziende a proprietà statale, i CEO tendono a restare in carica per periodi significativamente più brevi. La tenure media è di 4,6 anni, circa 3,8 anni in meno rispetto alle aziende private (8,4 anni), con una differenza altamente significativa ($p < 0,01$). Questo risultato può indicare che le aziende pubbliche affrontano una maggiore

rotazione dei CEO, probabilmente per via delle politiche e delle regolamentazioni che influenzano la gestione delle cariche in queste aziende.

Se il CEO è imparentato con la famiglia proprietaria (nelle aziende dove la famiglia detiene almeno il 30% delle azioni), la tenure media è significativamente più lunga, con una media di 11 anni rispetto ai 5,8 anni nelle aziende senza tale parentela. La differenza di circa 5,2 anni è altamente significativa ($p < 0,01$). Questo suggerisce che le famiglie proprietarie tendono a mantenere in carica i CEO imparentati per un periodo più lungo. Questo è un indicatore del forte controllo familiare sulle dinamiche di governance della società.

I CEO laureati tendono a rimanere in carica per periodi più brevi rispetto a quelli senza titolo universitario. La tenure media dei CEO laureati è di circa 7,5 anni, mentre per i CEO senza laurea è di 9,9 anni. La differenza di 2,4 anni è significativa ($p < 0,01$), suggerendo che i CEO laureati tendono a partecipare al mercato dei manager senza essere legati a un'azienda in particolare, al contrario di coloro che non hanno un titolo che, come intuibile dal resto delle analisi, sono più spesso membri delle famiglie proprietarie e perciò riescono a mantenere il controllo per più tempo.

In generale, la tenure dei CEO è influenzata significativamente dalla struttura proprietaria e dalla relazione del CEO con la famiglia proprietaria. Le aziende familiari, soprattutto quando il CEO è un membro della famiglia, tendono a mantenere i dirigenti per periodi più lunghi. D'altro canto, le aziende a proprietà statale mostrano una maggiore rotazione dei CEO, forse a causa di politiche più rigide. I CEO laureati, infine, sembrano avere un mandato più breve, il che potrebbe riflettere una maggiore mobilità professionale.

5.2.4 t-test sul ROA

Questa tabella mostra i risultati dei test t per la differenza del Return on Assets (ROA), una misura di redditività aziendale, tra diversi gruppi definiti da caratteristiche proprietarie e personali del CEO.

Tabella 8: test t di differenza delle medie eseguiti sulla variabile ROA usata come riferimento della performance nell'anno di osservazione.

	ROA		Differenza	P – value
	1	0		
Family 30	0.0279	0.0134	0.0144	0.000
Instinv	0.0323	0.0141	0.0182	0.000
State Own	0.0264	0.0230	0.0033	0.3980
Fameceo30	0.0252	0.0223	0.0028	0.3092
Uni Degree	0.0227	0.0322	0.0094	0.0122
Ing Degree	0.0265	0.0207	0.0058	0.0484

Nelle aziende con almeno il 30% di proprietà familiare, il ROA medio è significativamente più alto rispetto a quello delle aziende senza tale proprietà. Le aziende familiari mostrano un ROA medio di 0,0279, mentre le altre aziende hanno un ROA medio di 0,0134, con una differenza di 0,0144, altamente significativa ($p < 0,01$).

Le aziende con investitori istituzionali mostrano un ROA medio di 0,0323, che è significativamente superiore rispetto a quello delle aziende senza investitori istituzionali (0,0141). La differenza è di 0,0182, con un livello di significatività molto alto ($p < 0,01$). Questo riflette la pressione degli investitori istituzionali sull'efficienza aziendale e ottenere un maggiore ritorno sugli investimenti.

Nelle aziende a proprietà statale, il ROA medio è leggermente più alto (0,0264) rispetto alle aziende private (0,0230), ma questa differenza di 0,0033 non è statisticamente significativa ($p = 0,3980$). Questo risultato indica che la proprietà statale non ha un impatto chiaro e significativo sulla redditività aziendale, probabilmente a causa delle differenze negli obiettivi e nelle restrizioni operative delle aziende pubbliche rispetto a quelle private.

Quando il CEO è imparentato con la famiglia proprietaria (almeno il 30% delle azioni è detenuto dalla famiglia), il ROA medio è di 0,0252, leggermente superiore rispetto a quello delle aziende senza questa parentela (0,0223). Tuttavia, la differenza di 0,0028

non è statisticamente significativa ($p = 0,3092$), suggerendo che la parentela tra CEO e famiglia proprietaria non influisce in modo significativo sulla redditività.

Le aziende con CEO laureati hanno un ROA medio inferiore (0,0227) rispetto a quelle con CEO non laureati (0,0322), con una differenza significativa di -0,0094 ($p = 0,0122$). Tuttavia, se il CEO ha una laurea in ingegneria, il ROA medio è leggermente superiore (0,0265) rispetto a quello dei CEO senza questa specializzazione (0,0207). La differenza di 0,0058 è significativa ($p = 0,0484$), suggerendo che una formazione tecnica può avere un impatto positivo sulla redditività, forse per un approccio più orientato alla logica e all'efficienza operativa.

In sintesi, le aziende con una forte proprietà familiare o investitori istituzionali mostrano livelli di redditività significativamente più alti mentre la proprietà statale e la parentela del CEO con la famiglia proprietaria non influenzano in modo significativo il ROA. Inoltre, le aziende con CEO laureati in ingegneria tendono ad avere un ROA più elevato, suggerendo che la formazione e il background del CEO possono avere effetti significativi sulla redditività aziendale.

5.3 Analisi delle performance

Lo studio della successione dei CEO è affrontato di seguito con una serie di regressioni applicate al dataset. L'analisi prevede una prima regressione con turnover come variabile dipendenti, mentre come variabili indipendenti sono utilizzate variabili di performance dell'impresa (ROA, Altman Z-score, logsales), variabili sulla struttura proprietaria (StateOwn, InstInv, CEO_chair, Family30), variabili sulle caratteristiche del CEO (Famceo30, uni_degree, int_hiring) e due termini di interazione fra ROA e Family30 e fra ROA e famceo30. L'obiettivo è di comprendere la relazione esistente tra le caratteristiche tipiche delle imprese italiane, sia relative alle performance che alla struttura proprietaria, rispetto alle scelte di successione. La regressione effettuata è a effetti fissi e utilizza i dati panel. Inoltre, vi è stata aggiunta anche la specificazione temporale

(tramite il comando `i.Year`), che aiuta a catturare l'effetto di eventuali shock o tendenze temporali comuni a tutte le unità nel tempo. La variabile dipendente turnover è binaria; perciò, sarà utilizzato il modello di regressione logit. La regressione logit presenta la variabile dipendente che può assumere solo due valori (0,1) e modella la probabilità di $Y=1$ data X , come funzione di ripartizione logistica standard, valutata in $z = \beta_0 + \beta_1 * X$:

$$P(Y = 1|X) = F(\beta_0 + \beta_{1i}X_i)$$

Dove F è la funzione di ripartizione logistica:

$$F(\beta_0 + \beta_1 * X) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 * X)}}$$

Y è la variabile binaria dipendente che è il turnover; X_i è il vettore delle variabili indipendenti e di controllo; β_0 è l'intercetta; β_{1i} è il vettore dei coefficienti di regressione. Il valore predetto di Y è interpretato come la probabilità che $Y=1$, mentre β_1 è la variazione di tale probabilità predetta generata da una variazione unitaria in X . Le variabili di controllo sono inserite nel modello per mitigare la distorsione derivante dagli effetti omessi, e sono quelle relative alle caratteristiche delle imprese, del CEO e della corporate governance. Nel modello di regressione esse sono presentate con una "L" che le anticipa, il che sta a significare "Lagged" ovvero che le variabili si riferiscono all'anno $t-1$ dove t invece è l'anno di osservazione della variabile dipendente. Nelle tabelle è riportata la significatività all'1% (***) , 5%(**) e 10%(*) rispetto il p-value. In tabella 9 la regressione descritta sopra:

Tabella 9: Risultati della regressione logit, con la variabile dipendente turnover per l'intero campione.

VARIABLES	(1) turnover	(2) turnover	(3) turnover	(4) turnover	(5) turnover
L.ROA	-7.462*** (2.726)	-7.558*** (2.735)	-8.559*** (2.809)	-11.17*** (3.841)	-9.253*** (3.215)
L.LogVendite	0.0344 (0.733)	0.0739 (0.739)	0.352 (0.743)	0.0805 (0.748)	0.376 (0.745)
L.ZscoreAltman	0.181 (0.139)	0.180 (0.139)	0.197 (0.139)	0.151 (0.144)	0.196 (0.139)
L.MarketToBook	-0.162 (0.452)	-0.163 (0.451)	-0.218 (0.457)	-0.181 (0.466)	-0.199 (0.458)
L.ing_degree	0.543* (0.291)	0.555* (0.293)	0.409 (0.306)	0.589** (0.296)	0.416 (0.306)
L.tenure	0.223*** (0.0306)	0.224*** (0.0307)	0.235*** (0.0323)	0.228*** (0.0318)	0.233*** (0.0326)
L.CEO_Chair	-1.364*** (0.382)	-1.371*** (0.382)	-0.796* (0.438)	-1.201*** (0.390)	-0.764* (0.443)
L.InstInv	-0.449* (0.266)	-0.445* (0.266)	-0.469* (0.270)	-0.440* (0.268)	-0.472* (0.270)
L.int_hiring			0.0287 (0.323)	-0.0918 (0.317)	0.0487 (0.326)
L.famceo30			-1.065** (0.501)		-1.074** (0.501)
L.Family30		-0.308 (0.707)		-0.183 (0.729)	
L.Family30*ROA				5.338 (4.772)	
L.famceo30*ROA					2.105 (4.676)
Year	YES	YES	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	1,053	1,053	1,044	1,044	1,044
Number of Nfirm	87	87	87	87	87

Standard errors in parentheses

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

I coefficienti di L.ROA sono tutti negativi e statisticamente significativi per le diverse specifiche del modello, con valori che vanno da -7.462 a -11,17. Questi coefficienti negativi suggeriscono che un ROA più elevato riduce la probabilità di turnover del CEO.

In particolare, una diminuzione di L.ROA aumenta le probabilità di turnover del CEO. Questo forte effetto negativo implica che una maggiore redditività è associata ad una maggiore stabilità del CEO.

Il coefficiente di L.logsales è positivo in tutti i modelli ma non risulta mai statisticamente significativo. Questo suggerisce che le dimensioni dell'azienda non sembrano avere un impatto significativo sul turnover. Lo Z-score di Altman, che rappresenta la salute finanziaria dell'azienda, ha un coefficiente positivo in tutti i modelli ma non è statisticamente significativo. Il rapporto market-to-book mostra un coefficiente negativo e significativo in tutti i modelli. Ciò indica che un aumento della valutazione di mercato dell'azienda dovrebbe ridurre le probabilità di turnover, questo sarebbe dovuto al fatto che il market-to-book cresce quando il management adotta strategie di crescita e perciò attrae investimenti.

Il coefficiente relativo al possesso della laurea in ingegneria è positivo e significativo nei modelli 1 2 e 4. Tale risultato suggerisce che i CEO laureati in ingegneria sono più soggetti al turnover e questo è un risultato atteso in quanto i manager laureati sono più presenti nelle aziende private non familiari, dove il turnover è in generale più frequente. La variabile L.CEO_Chair ha un coefficiente negativo e altamente significativo in tutti i modelli, indicando che quando il CEO ricopre anche il ruolo di Presidente del CdA, il turnover è meno probabile, come previsto anche dalle teorie sulla corporate governance analizzate nei primi capitoli della tesi. Per quanto riguarda la tenure del CEO, che ha coefficienti positivi e significativi all'1% in tutti i modelli, si può confermare che maggiore è il numero di anni da quando il CEO è stato eletto, maggiore è la probabilità di successione.

La variabile relativa alla presenza di investitori istituzionali ha un coefficiente negativo e significativo in tutti i modelli. Tale risultato indica che le aziende con investitori istituzionali tendono ad avere una gestione più stabile del management, effettuando quindi meno turnover. Relativamente alle aziende familiari, nel modello 2 e 4 il coefficiente è negativo ma non significativo, suggerendo che il solo fatto di avere una proprietà familiare (30% o più) non è sufficiente per avere impatti significativi sul

turnover. Il coefficiente di $L.int_hiring$ è non significativo in nessuno dei modelli. Si deduce che, in queste analisi, le pratiche di assunzione interna non hanno un impatto chiaro sul turnover.

I coefficienti per $L.famceo30$ sono negativi (-1.065 e -1.074) e statisticamente significativi al 5%, indicando che avere un CEO membro della famiglia proprietaria riduce la probabilità di turnover rispetto ad un CEO non familiare. Tale risultato è certamente coerente con le teorie sviluppate dalla letteratura italiana e internazionale in merito alla concentrazione del potere delle aziende familiari.

I coefficienti dei termini di interazione sono positivi e ciò potrebbe sembrare controintuitivo in un primo momento quando gli effetti principali (ROA, Family30 e Famceo30) sono tutti negativi. Tuttavia, il segno di un termine di interazione dipende non solo dagli effetti individuali ma dal modo in cui queste variabili lavorano insieme. Per esempio, anche se sia il ROA che la proprietà della famiglia hanno effetti principali negativi, i termini di interazione potrebbero comunque mostrare coefficienti positivi. Questo risultato potrebbe suggerire che, in certi livelli di proprietà familiare, l'impatto negativo del ROA diminuisce o addirittura si inverte, implicando che il coinvolgimento della famiglia nella proprietà cambia la dinamica del ROA. In sostanza, il segno positivo in un termine di interazione indica che l'effetto combinato è meno negativo di quanto ci si aspetterebbe semplicemente sommando gli effetti individuali della proprietà ROA e Family. In termini di interpretazione, i termini di interazione positiva potrebbero significare che una maggiore proprietà familiare modifica o attenua l'impatto negativo della ROA, creando un effetto diverso dagli effetti diretti della ROA e della sola proprietà familiare.

Il termine di interazione, $L.famceo30_ROA$, ha un coefficiente di 2.105, sebbene non sia statisticamente significativo. Questo coefficiente positivo suggerisce un leggero effetto moderatore dove, per i CEO di famiglia, l'impatto del ROA sulla successione potrebbe essere leggermente meno negativo (cioè la redditività avrebbe un effetto minore sul turnover quando il CEO è un membro della famiglia). In termini pratici, questa interazione suggerisce che mentre la redditività (ROA) generalmente diminuisce la

probabilità di turnover del CEO, questa relazione non differisce significativamente tra i CEO familiari e non familiari in questo modello.

Tabella 10: risultati delle regressioni logit per i casi di imprese familiari (Family30=1), imprese private non familiari (Family30=0 e StateOwn=0) e imprese statali (StateOwn=1).

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	turnover	turnover	turnover	turnover	turnover
	Family30=1	Family30=1	Family30=1	Family30=0	StateOwn=1
L.ROA	-5.444 (3.788)	-6.657 (4.097)	-6.856 (5.297)	-15.68* (8.086)	-20.84* (12.67)
L.LogVendite	0.226 (1.134)	0.809 (1.133)	0.820 (1.148)	-1.499 (3.066)	2.846 (2.880)
L.ZscoreAltman	0.157 (0.165)	0.185 (0.172)	0.186 (0.172)	-0.189 (0.391)	-0.108 (0.811)
L.MarketToBook	0.124 (0.585)	0.0459 (0.611)	0.0467 (0.611)	-1.893 (1.692)	5.150 (3.342)
L.ing_degree	0.465 (0.404)	0.202 (0.436)	0.202 (0.436)	-0.931 (1.118)	-0.640 (1.011)
L.tenure	0.188*** (0.0356)	0.216*** (0.0394)	0.215*** (0.0397)	0.350*** (0.131)	0.382*** (0.109)
L.CEO_Chair	-1.160** (0.460)	-0.196 (0.591)	-0.193 (0.593)	-0.387 (1.236)	-0.660 (1.386)
L.InstInv	-0.0934 (0.410)	-0.0636 (0.424)	-0.0646 (0.424)	-0.0332 (0.771)	-0.945 (0.672)
L.int_hiring		-0.586 (0.507)	-0.582 (0.511)		
L.famceo30		-1.327** (0.630)	-1.333** (0.638)		
L.famceo30*ROA			0.367 (6.168)		
Year	YES	YES	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	656	650	650	161	220
Number of Nfirm	54	54	54	18	18

Standard errors in parentheses

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

In tabella 10 i primi tre modelli sono stati eseguiti solo per le aziende con concentrazione familiare di almeno 30%, il quarto modello per le aziende private non familiari e il quinto per le aziende statali. Analizzando i coefficienti del ROA risulta evidente che per le imprese familiari il valore di tale indicatore finanziario non è significativo per prevedere la successione del CEO, evidenziando che in tali imprese i risultati finanziari non sono così importanti nella scelta di successione. Invece, nelle imprese non familiari e statali il coefficiente del ROA è statisticamente significativo, suggerendo una valutazione opposta a quella delle aziende familiari, ovvero che nei modelli 4 e 5 i risultati economici hanno forte impatto sulle scelte di turnover. Le variabili di controllo L.LogVendite, L.ZscoreAltman e L.MarketToBook e L.ing_degree non sono significative in nessun modello.

Al pari delle analisi effettuate in tabella 9, la variabile tenure è sempre positiva e significativa. Lo stesso non vale però per L.CEO_Chair che, a differenza delle analisi precedenti, risulta negativa e significativa solo per le aziende familiari, suggerendo che è in questa categoria di imprese che la CEO duality è più forte, mentre per le imprese non familiari e statali tale concentrazione di potere risulta meno impattante nelle scelte di successione. Troviamo, invece, piena conferma che il CEO familiare è molto meno soggetto alle successioni di qualsiasi altra variabile considerata finora.

Le prossime regressioni presentate in questo capitolo mirano a comprendere come la successione dei CEO influisce sulle performance aziendali delle imprese nel quale è avvenuto il turnover. L'indicatore che viene utilizzato per rappresentare le performance è il ROA, che nelle successive regressioni sarà utilizzato in forma di variazione rispetto agli anni $t+1$, $t+2$ e $t+3$, dove t è l'anno in cui è avvenuta la successione.

Inizialmente, per testare HP1 e HP2, è stata condotta l'analisi riportata in tabella 11 per valutare l'impatto del cambiamento di CEO sull'aumento di ROA di una società.

Tabella 11: Risultati delle regressioni con effetti fissi per l'intero campione di imprese per testare HP1 e HP2.

VARIABLES	(1) Delta Roa +1	(2) Delta Roa +2	(3) Delta Roa +3
turnover	0.00227 (0.00387)	0.00513* (0.00309)	-0.00743 (0.00471)
Delta Debt_Equity +1	-0.000153 (0.000407)		
Delta Z-Score +1	0.0198*** (0.00309)		
Delta Debt_Equity +2		-0.000274 (0.000275)	
Delta Z-Score +2		0.0161*** (0.00311)	
Delta Debt_Equity +3			0.000103 (0.000359)
Delta Z-Score +3			0.0190*** (0.00334)
LogVendite	-0.0474** (0.0189)	-0.0195** (0.00851)	-0.0320** (0.0156)
LogEtà	-0.0435 (0.0267)	-0.0161 (0.0188)	-0.0203 (0.0230)
uni_degree	-0.00268 (0.00677)	-0.000729 (0.00388)	-0.00136 (0.00647)
Inst_Share	-0.000220 (0.000552)	-0.000135 (0.000310)	-0.000389 (0.000460)
InstInv	-0.00741* (0.00424)	-0.00297 (0.00389)	-0.000851 (0.00546)
Year	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES
Constant	0.355*** (0.122)	0.120** (0.0594)	0.228** (0.0905)
Observations	1,226	1,241	1,124
R-squared	0.239	0.171	0.208
Number of Nfirm	120	121	115

Robust standard errors in parentheses

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

Dai risultati emergono alcuni elementi significativi che ci aiutano a valutare le ipotesi relative all'influenza della sostituzione del CEO sulle performance finanziarie aziendali. La variabile turnover, con un coefficiente di 0.00513*, mostra un impatto positivo e

marginalmente significativo solo nel modello 2, il che potrebbe indicare che l'effetto del cambiamento di CEO tende a manifestarsi in una finestra temporale più breve, ma non è riscontrabile nel lungo periodo per tutte le misurazioni del ROA. Questo risultato offre uno spunto interessante rispetto alle due ipotesi proposte.

Rispetto alla prima ipotesi (HP1), secondo cui le performance finanziarie di un'azienda sono influenzate positivamente dalla sostituzione del CEO, i risultati suggeriscono un'associazione positiva tra la successione e la variazione del ROA a due anni di distanza, ma non appare significativa negli altri modelli. Questo suggerisce che, l'effetto positivo e marginalmente significativo nel modello 2 è compatibile con l'idea che il cambiamento di CEO possa influire positivamente sulle performance finanziarie solo in alcune circostanze o in un contesto temporale specifico, offrendo un supporto parziale all'HP1.

Passando alla seconda ipotesi (HP2), che suggerisce un impatto del nuovo CEO sulle performance finanziarie a breve termine ma non a lungo termine, i risultati sembrano fornire nuovamente un supporto parziale. Infatti, la successione ha un impatto positivo e statisticamente significativo rispetto all'anno $t+2$ ma non per l'anno $t+3$, dove invece il coefficiente, seppur non significativo, risulta negativo.

Anche altre variabili si dimostrano significative in tutti i modelli e aiutano a comprendere altri aspetti delle performance aziendali. La variazione dello Z-score di Altman mostra una relazione positiva e significativa con il ROA in tutti i modelli, suggerendo che un miglioramento dello Z-Score (indicatore di stabilità finanziaria) è sempre associato a una crescita del rendimento sugli asset. Anche il logaritmo delle vendite risulta significativo e negativo in tutti i modelli, suggerendo che all'aumentare delle vendite, la variazione del ROA tende a diminuire, il che può indicare che le imprese più grandi e consolidate mostrano una maggiore stabilità nella redditività, con variazioni meno marcate nel ROA rispetto alle imprese più piccole. La presenza di investitori istituzionali mostra un coefficiente significativo e negativo solo nel modello 1, suggerendo che la presenza di investitori istituzionali potrebbe esercitare una certa pressione sulle performance finanziarie, ma che tale effetto non è costante nel tempo.

Tabella 12: Risultati delle regressioni con effetti fissi per l'intero campione di imprese per testare HP3.

VARIABLES	(1) Delta Roa +1	(2) Delta Roa +2	(3) Delta Roa +3
turnover	-0.00525 (0.00362)	0.00234 (0.00359)	-0.00979* (0.00539)
ROA_negativo	-0.00265 (0.00540)	0.0126*** (0.00373)	0.0220*** (0.00425)
Turnover*ROA_negativo	0.0332*** (0.00885)	0.00480 (0.00824)	-0.000103 (0.0136)
Delta Debt_Equity +1	-0.000106 (0.000386)		
Delta Z-Score +1	0.0196*** (0.00303)		
Delta Debt_Equity +2		-0.000380 (0.000269)	
Delta Z-Score +2		0.0158*** (0.00308)	
Delta Debt_Equity +3			-0.0009 (0.000388)
Delta Z-Score +3			0.0183*** (0.00322)
LogVendite	-0.0486** (0.0196)	-0.0157* (0.00823)	-0.0266* (0.0148)
LogEtà	-0.0371 (0.0258)	-0.0195 (0.0185)	-0.0251 (0.0226)
uni_degree	0.00156 (0.00711)	-0.00466 (0.00427)	-0.00678 (0.00664)
InstInv	-0.00786** (0.00396)	-0.00338 (0.00326)	-0.00192 (0.00483)
famceo30	0.0117 (0.00818)	-0.00782 (0.00525)	-0.0100 (0.00634)
Family30	-0.00964 (0.0124)	0.0167** (0.00691)	0.0286** (0.0138)
Constant	0.350*** (0.124)	0.0968* (0.0569)	0.191** (0.0863)
Year	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES
Observations	1,226	1,241	1,124
R-squared	0.247	0.184	0.230
Number of Nfirm	120	121	115

Robust standard errors in parentheses

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

In tabella 12 sono rappresentati i risultati di tre modelli di regressione simili a quelli presentati in tabella 11, ma con l'aggiunta delle variabili dummy ROA_negativo e Turnover*ROA_negativo al fine di valutare la veridicità della HP3. L'intento di questa analisi, quindi, è capire l'impatto sulle performance quando la successione del CEO avviene durante uno stato di crisi. I coefficienti della variabile Turnover non sono statisticamente significativi nei primi due modelli, mentre nel terzo il coefficiente è negativo, indicando che nel lungo periodo il turnover può avere anche effetti negativi sulle performance finanziarie, supportando quindi HP2 in maniera parziale. Per il ROA_negativo, che ha i coefficienti positivi e significativi nei modelli 2 e 3, si può supporre che tale risultato sia dovuto al fatto che le aziende quotate puntano a risollevarsi nel tempo i valori dei loro indici finanziari principali, in questo caso il ROA, se scendono sotto una certa soglia critica. Questo è sicuramente dovuto all'attenzione che il mercato pone sui valori di certi indicatori finanziari per la valutazione delle imprese.

Ciò che è più interessante di questi risultati è utile a verificare l'ipotesi 3 (HP3) è che la variabile di interazione Turnover*ROA_negativo, che indica l'avvenuta successione del CEO durante uno stato di crisi, è positiva e statisticamente significativa al 1% (0.0332***) nel primo modello, mentre nel secondo e nel terzo risulta non significativa. Pertanto, si può giungere alla conclusione che i turnover che avvengono in stato di crisi hanno un impatto positivo sulle performance aziendali nel breve periodo. Nel modello 2 e 3 il coefficiente non è significativo, suggerendo che nel lungo periodo molteplici fattori possono avere impatti decisivi sulle variazioni di performance. Per quanto riguarda i risultati delle regressioni relativamente a tutte le altre variabili di controllo, essi sono abbastanza simili a quelli ottenuti nelle regressioni precedenti.

Si deduce quindi da questa analisi che l'ipotesi 3 è confermata per il breve periodo.

Le prossime regressioni, presentate nelle tabelle 13, 14 e 15, mirano a valutare la veridicità delle ipotesi 1 e 2 ma nei casi di: Family30 = 1; Family30 = 0 e StateOwn=1.

Tabella 13: risultati delle regressioni per le imprese familiari con quota di partecipazione maggiore del 30% (Family30=1)

VARIABLES	(1) Delta Roa +1	(2) Delta Roa +2	(3) Delta Roa +3
turnover	-0.00107 (0.00534)	0.00709* (0.00415)	-0.0106 (0.00665)
Delta Debt_Equity +1	0.000102 (0.000309)		
Delta Z-Score +1	0.0180*** (0.00337)		
Delta Debt_Equity +2		-0.000304 (0.000297)	
Delta Z-Score +2		0.0160*** (0.00348)	
Delta Debt_Equity +3			0.000141 (0.000352)
Delta Z-Score +3			0.0188*** (0.00372)
LogVendite	-0.0682** (0.0288)	-0.0332*** (0.0122)	-0.0614** (0.0236)
LogEtà	-0.0377 (0.0299)	-0.0159 (0.0249)	-0.0190 (0.0298)
uni_degree	0.00168 (0.00689)	0.00109 (0.00440)	0.000276 (0.00738)
InstInv	-0.0189*** (0.00499)	-0.00639 (0.00473)	-0.00378 (0.00734)
Year	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES
Constant	0.457** (0.180)	0.193** (0.0769)	0.382*** (0.127)
Observations	880	900	820
R-squared	0.256	0.182	0.227
Number of Nfirm	86	88	83

Robust standard errors in parentheses

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

Tabella 14: risultati delle regressioni per le imprese private non familiari (Family30=0 e StateOwn=0)

VARIABLES	(1) Delta Roa +1	(2) Delta Roa +2	(3) Delta Roa +3
turnover	0.0149* (0.00790)	-0.00203 (0.00812)	-0.00170 (0.0105)
Delta Debt_Equity +1	-0.00692 (0.00407)		
Delta Z-Score +1	0.0323*** (0.00614)		
Delta Debt_Equity +2		-0.0106 (0.00648)	
Delta Z-Score +2		0.0173* (0.00856)	
Delta Debt_Equity +3			-0.0117* (0.00564)
Delta Z-Score +3			0.0219** (0.00950)
LogVendite	-0.0505 (0.0309)	-0.0629* (0.0314)	-0.0756* (0.0369)
LogEtà	-0.0507 (0.229)	-0.123 (0.0755)	-0.0328 (0.0942)
uni_downgrade	-0.1646*** (0.0366)	0.0259 (0.0867)	0.0782 (0.1117)
InstInv	0.0296* (0.0161)	-0.00346 (0.00994)	-0.00141 (0.0127)
Year	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES
Constant	0.393 (0.348)	0.558*** (0.165)	0.508*** (0.152)
Observations	176	174	154
R-squared	0.453	0.366	0.436
Number of Nfirm	23	24	21

Robust standard errors in parentheses

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

I risultati delle regressioni per le imprese familiari (tabella 13) mostrano che l'impatto del turnover sulle performance è significativo nel secondo modello, risultato analogo a quello ottenuto per le analisi effettuate su tutto il campione. Ciò è indicativo di come il mercato italiano sia costituito principalmente da imprese familiari, infatti, nel database

le aziende familiari sono circa il 70% del totale di tutte le imprese. Anche le altre variabili presentano coefficienti del tutto simili all'analisi della tabella 10.

I risultati delle regressioni effettuate per le imprese private non familiari (tabella 14) mostrano invece alcune differenze degne di nota. In particolare, si nota che il turnover è positivo e statisticamente significativo solo per il primo anno successivo al turnover. Si può quindi dedurre che nelle imprese private non familiari i nuovi CEO hanno l'obiettivo a breve termine di risollevarne le performance finanziarie, mentre non si può dire lo stesso nel medio e lungo termine. È altrettanto interessante vedere che la presenza di investitori istituzionali è positivamente correlato nel primo modello, mentre nelle analisi precedenti era sempre associato negativamente alla variazione di ROA, suggerendo quindi un impatto positivo della presenza di investitori istituzionali sulle performance delle imprese private non familiari. Nel campione utilizzato per queste analisi quasi tutti i CEO risultano in possesso di una laurea; perciò, è stata sostituita la variabile `uni_degree` con la variabile `uni_downgrade` per provare a catturare l'effetto che ha sulle performance passare da un CEO laureato a uno non laureato. Il risultato è molto interessante in quanto il coefficiente di tale variabile è negativo e statisticamente significativo nel breve periodo, suggerendo quindi che i nuovi CEO, se non laureati, registrano nel primo anno performance mediamente inferiori rispetto ai loro predecessori laureati.

Tabella 15: risultati delle regressioni per le sole imprese statali (StateOwn=1)

VARIABLES	(1) Delta Roa +1	(2) Delta Roa +2	(3) Delta Roa +3
turnover	0.00243 (0.00711)	0.00566 (0.00624)	-0.00281 (0.00692)
Delta Debt_Equity +1	-0.00345 (0.00372)		
Delta Z-Score +1	0.0142** (0.00632)		
Delta Debt_Equity +2		0.000622 (0.00513)	
Delta Z-Score +2		0.0158** (0.00714)	
Delta Debt_Equity +3			-0.00279 (0.00422)
Delta Z-Score +3			0.0163** (0.00692)
LogVendite	-0.000187 (0.0135)	0.0121 (0.0113)	0.0275** (0.0114)
LogEtà	0.0177 (0.0233)	0.00717 (0.0101)	0.00239 (0.0140)
uni_degree	-0.00713 (0.00522)	0.00453 (0.00447)	0.00621 (0.00812)
Instlnv	0.0102 (0.00717)	0.00158 (0.00336)	6.47e-05 (0.00843)
Year	YES	YES	YES
Firm FE	YES	YES	YES
Constant	-0.00787 (0.108)	-0.0901 (0.0684)	-0.174** (0.0767)
Observations	183	183	166
R-squared	0.331	0.269	0.306
Number of Nfirm	17	17	17

Robust standard errors in parentheses

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

I risultati mostrano che, relativamente alle imprese statali, il turnover non ha un impatto significativo sulle performance finanziarie. Ciò è dovuto al fatto che le imprese pubbliche sono spesso orientate a raggiungere una pluralità di obiettivi, che vanno oltre la sola massimizzazione del profitto. Infatti, sono frequentemente incaricate di perseguire finalità sociali, ambientali e di sviluppo regionale, soprattutto in settori strategici come

l'energia, i trasporti, e la sanità. Questo comporta un frequente conflitto tra gli obiettivi di interesse pubblico e quelli di efficienza e redditività aziendale. Un altro aspetto preponderante nelle imprese pubbliche è l'influenza politica nella scelta del management. Spesso, infatti, i vertici delle imprese statali sono nominati dal governo in carica, il che può portare a un'interferenza politica che mina l'indipendenza delle decisioni manageriali. Soprattutto nei periodi di instabilità politica i CEO delle imprese pubbliche devono bilanciare le pressioni politiche con le necessità aziendali e, considerando che l'ultimo governo che in Italia ha mantenuto la stessa coalizione e lo stesso primo ministro per l'intero mandato è stato il governo Berlusconi nel periodo 2001-2006, l'instabilità politica ha avuto certamente un forte impatto sulle imprese pubbliche.

Capitolo 6: Conclusioni

L'obiettivo di questa tesi era di ricercare evidenze statistiche relativamente alla relazione fra la successione degli amministratori delegati e le performance finanziarie per un campione di imprese italiane quotate alla Borsa di Milano, effettuando un confronto con la letteratura sulla corporate governance in Italia. Nel corso della stesura della presente tesi sono stati perciò studiati numerosi lavori di importanti ricercatori italiani e non solo. Inoltre, è stato aggiornato il database sul quale sono state effettuate le analisi, aggiungendo dati relativi alle principali variabili di corporate governance, alla paga dei CEO e ai dati di bilancio di circa venti aziende utilizzando il sito della Borsa, della Consob e documenti pubblicati sulle pagine ufficiali delle singole aziende.

L'analisi dei coefficienti e delle variabili nelle regressioni fornisce un quadro chiaro e articolato delle determinanti del turnover dei CEO, nonché degli impatti che la successione ha sulle performance aziendali.

I risultati evidenziano che il rendimento economico dell'azienda, misurato dal ROA, è uno dei fattori principali che influiscono sulla probabilità di turnover del CEO. Coerentemente con le teorie economiche, un ROA più elevato riduce la probabilità di turnover, sottolineando l'importanza della redditività come indicatore di stabilità manageriale. Tuttavia, emerge un'interessante differenza tra le imprese familiari e quelle non familiari o statali: nelle imprese familiari il ROA non è un indicatore significativo per prevedere la successione, suggerendo che altre dinamiche, come il controllo familiare, prevalgano sulle prestazioni finanziarie nella gestione del management.

Il ruolo della famiglia nella governance aziendale si conferma cruciale. I CEO familiari, infatti, sono meno soggetti a turnover rispetto ai CEO esterni, in linea con le teorie sulla concentrazione del potere nelle imprese familiari. Al contrario, i CEO con laurea in ingegneria mostrano una maggiore probabilità di turnover, specialmente nelle imprese non familiari, probabilmente a causa di una maggiore competitività o della diversa natura delle dinamiche decisionali in tali contesti.

Relativamente alle variabili legate alla concentrazione di potere, ad esempio quando il CEO ricopre anche il ruolo di Presidente del CdA, si riduce significativamente il turnover,

evidenziando il forte impatto della dualità delle cariche sulle decisioni di successione, specialmente nelle imprese familiari.

Sul fronte delle performance aziendali, i risultati relativi al ROA post-turnover offrono spunti interessanti. L'ipotesi che la successione del CEO influisca positivamente sulle performance finanziarie è supportata solo parzialmente. L'effetto positivo si manifesta principalmente nel breve periodo ($t+2$), ma tende a svanire nel medio-lungo termine. Ciò suggerisce che il cambiamento del management può avere un impatto positivo temporaneo, probabilmente dovuto a strategie di rilancio o interventi immediati del nuovo CEO, ma non garantisce miglioramenti sostenibili nel tempo.

Un caso particolare è rappresentato dalle successioni avvenute in stato di crisi, dove il turnover si dimostra efficace nel breve periodo per migliorare il ROA, supportando l'idea che tali cambiamenti siano spesso orientati a ripristinare la stabilità finanziaria. Tuttavia, nel lungo termine, i benefici delle successioni in condizioni critiche non sono altrettanto evidenti, mostrando la complessità delle dinamiche aziendali nei contesti di crisi.

Infine, l'impatto del turnover varia significativamente tra imprese familiari, private non familiari e statali. Nelle imprese familiari, le dinamiche di governance sembrano attenuare gli effetti del turnover sulle performance, confermando il ruolo dominante della proprietà familiare. Al contrario, nelle imprese private non familiari, il turnover genera un effetto positivo a breve termine, mentre nelle imprese statali l'assenza di impatti significativi sulle performance riflette la natura multifunzionale di tali aziende e l'influenza politica nella loro gestione.

Questa analisi offre importanti implicazioni per la governance aziendale italiana e la gestione delle successioni. La redditività aziendale e la struttura proprietaria emergono come fattori determinanti per la stabilità del management, mentre il turnover dei CEO mostra effetti positivi limitati alle circostanze e ai periodi specifici. Le imprese devono quindi bilanciare con attenzione le decisioni di successione, considerando le peculiarità del contesto proprietario e le potenziali implicazioni di breve e lungo termine sulle performance aziendali.

Bibliografia

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. A., "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation" *American Economic Review*, vol 91, no. 5 (pp. 1369-1401), dicembre 2001

Adams R.B., Hermalin B.E., Weisbach M.S., "The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey", *Journal of economic literature*, 2010

Adams, R., Almeida, H., Ferreira, D., 2005. Understanding the Relationship between Founder–CEOs and Firm Performance. <http://ssrn.com/abstract=470145>

Alchian A.A., Demsetz H., Production, Information Costs, and Economic Organization, *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 5 (Dec., 1972), pp. 777-795

Altman, E.I., 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *J. Finance* 23 (4), 589–609.

Baker, G.P., Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1988) Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *Journal of Finance*, 43, 593-616.

Barber, B.M., Lyon, J.D., 1996. Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 41, 359–399

Baumol W., 1959, "Business Behaviour, Value and Growth" (Mac-Millan, New York, N.Y.)

Bebchuk, L.A., & Fried, J.M. (2004). "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation." Harvard University Press.

Becker, G.S., Tomes, N., 1986. Human capital and the rise and fall of families. *Journal of Labor Economics* 4, S1–S39

Berle A. e Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Mc Millan.

Bisin A., Gottardi P., “Efficient Competitive Equilibria with Adverse Selection”, *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No. 3 (June 2006), pp. 485-516 (32 pages)

Black F., Scholes M., “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3 (May - Jun. 1973), pp. 637-654

Boyd B., CEO duality and firm performance: a contingency model, *Strategic Management Journal* Vol 16. 301-312, 1995

Calabrò A., Torchia M., Yezza H., Quarato F. “CEO successions in times of decline and prosperity: restoring aspiration and performance implications in family firms”, *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 2023

Cambini C., De Masi S., Paci A., Rondi L., “CEO compensation in EU telecom companies: Does the state design the right incentives?” *Telecommunications Policy*, Volume 42, Issue 6, July 2018, Pages 474-488

Coase R. (1937), “The nature of the firm”, *Economica*, vol. 4, pp. 386-405

Coda V., “Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto”, *Scritti di Economia aziendale*, Tomo I, Cedam, Padova, 1997, pag. 333.

Coughlan A.T., Schmidt R.M., "Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation", *Journal of accounting and economics*, 1985 – Elsevier

Cucculelli M., Micucci G., Family succession and firm performance: evidence from Italian family firms, *Journal of Corporate Finance*, 2008

Cunat V., Guadalupe M., "How does product market competition shape incentive contracts?", *CEP Discussion Paper No 687*, May 2005

Donaldson L., Davis J.H., "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of management*, 1991.

Fabbrini, A., Micucci, G., 2004. Controllo familiare, struttura finanziaria e crescita delle imprese. *Rivista di Politica Economica* 94 (9–10), 167–202

Fama, E.F., 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88, 288–307

Franks J., Mayer C., Rossi S., "Spending less time with the family: The decline of family ownership in the United Kingdom", *National Bureau of Economic Research*, November 2005

Giacomelli S. e Trento S., "Proprietà controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?", *Banca d'Italia*, 2005.

Graziano C., Rondi L., "The impact of Market Competition and Family Ties on CEO Compensations", 2016

Grossman J.S., Hart D. O. "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *The Bell Journal of Economics* (1980), pp. 42–64

Jensen M. C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*

Jensen M.C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American economic review*, 1986, JSTOR

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.

Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98, 225–264

Johnston J., Shelton R., *OECD Principles of Corporate governance*, 1999.

Kole R., "The complexity of compensation contracts", *Journal of Financial Economics*, 1997, vol. 43, issue 1, 79-104

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.

Leibowitz A., Tollison R., Free Riding, Shirking, and Team Production in Legal Partnerships *Economic Inquiry: Volume 18, Issue 3, Pages: 333-522, July 1980*

Manne H.G., 1965. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* 73, 110–120.

Marris, R. (1964) "The Economic Theory of Managerial Capitalism", Macmillan, London.

Materiale del corso “Economia e finanza d’impresa” tenuto dalla Prof.ssa Rondi, 2023.

Mathiesen H., Managerial ownership and financial performance. Ph.D. Thesis, Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 2002.

Moore J. (1992), “Implementation, contracts, and renegotiation in environments with complete information”, *Advances in Economic Theory: Sixth World Congress*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 181- 282.

Morck R., Yeung B., “Dividend taxation and corporate governance”, *Journal of Economic Perspectives*, 2005

MS Weisbach M.S., "Outside directors and CEO turnover", *Journal of financial Economics*, 1988 – Elsevier

Murphy K. J., “Executive compensation”, Marshall School of Business, University of Southern California, 1999

Ouchi W. G., “A Conceptual Framework for the Design of Organizational Control Mechanisms”, *Management Science*, Vol. 25, No. 9. (Sep., 1979), pp. 833-848

Parrino R., “CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis”, *Journal of financial Economics*, 1997 – Elsevier

Rechner P., Dalton R., CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis, *Strategic Management Journal* Vol 12. 155-160, 1991

Rindfleisch A., Heide J. B., "Transaction Cost Analysis: Past, Present, and Future Applications", *Journal of Marketing*, October 1997

Rondi L., "Analisi economica dell'impresa" in "L'Impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili", Il Mulino, Bologna, 2007

Rosen, S. (1992) *Contracts and the Market for Executives*. In: Werin, L. and Wijkander, H., Eds., *Contract Economics*, Blackwell, Cambridge, 181-211.

Salvi A., Tron A., Colantoni F., "The impact of CEO turnover on firm performance and insolvency risk - A global analysis", *Finance Research Letters* 62, 2024

Santella P., Paone G., Drago C., "How independent are independent directors? The case of Italy", *The Case of Italy* (March 2006)

Santella P., Paone G., Drago C., "Who cares about director independence?", SSRN 971189, 2007

Shleifer A., Vishny R. W., "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 1997.

Warner J.B., Watts R.L., Wruck K.H., "Stock prices and top management changes", *Journal of financial Economics*, 1988 – Elsevier

Williamson O. E., "Public and Private Bureaucracies: A Transaction Cost Economics Perspective" *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 15, No. 1, JLEO Bureaucracy Conference (Apr., 1999), pp. 306-342 (37 pages)

Williamson O., 1964, "The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.)

Yermack, D. (1995). Do corporations award CEO stock options effectively? *Journal of Financial Economics*, 39, 237–269.

Zingales L. “Corporate Governance”, NBER, Working Paper n.6309, Dicembre 1997