

IL GOVERNO AZIENDALE TRA TRADIZIONE E INNOVAZIONE

# VII

## GOVERNANCE E CONTROLLI INTERNI



Società Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale



## SOMMARIO

|   |    |     |
|---|----|-----|
| ROSA LOMBARDI<br>Introduzione   | p. | 5   |
| ANNA MARIA FELLEGARA, KATIA FURLOTTI, VERONICA<br>TIBILETTI<br>L'autovalutazione del <i>board</i> nelle società quotate. Riflessioni di<br>sintesi nel contesto nazionale                           | »  | 7   |
| GIOVANNI OSSOLA, CHIARA CROVINI<br>Risk management in corporate governance of smes: finding<br>innovation in traditional theories   | »  | 27  |
| PIERLUIGI MARTINO, ALESSANDRA RIGOLINI,<br>GIUSEPPE D'ONZA<br>Le relazioni tra le caratteristiche di governance e il <i>risk profile</i><br>nelle aziende familiari: evidenze dal contesto italiano | »  | 47  |
| DANIELE GERVASIO<br>Il modello ERM nell'ambito del D.Lgs 231/01 come leva per il<br>miglioramento della governance aziendale. Evidenze di<br>un'analisi integrata                                   | »  | 65  |
| ANDREA BELLUCCI, MARTINA TOFI<br>La definizione e il monitoraggio del Risk Appetite quale<br>strumento per una gestione strategica delle imprese assicurative                                       | »  | 79  |
| MARCO TALIENTO, CHRISTIAN FAVINO, ANGELO FIORELLA<br>Caratteristiche dell'organo amministrativo e <i>performance</i> /<br>valore aziendale: cornice teorica e verifica empirica                     | »  | 99  |
| FABIO ZONA<br>Ceo competence, incentives and innovation effort  | »  | 123 |
| ANDREA MELIS, LUIGI ROMBI<br>The determinants of compensation of the board of statutory<br>auditors in Italian non-financial listed firms   | »  | 135 |

|   |       |
|---|-------|
| FRANCESCA AURA  |       |
| Nell'ottica delle banche la <i>board diversity</i> contribuisce a migliorare la reputazione aziendale? Un progetto di ricerca | » 151 |
| ALESSANDRO GIOSI, MARCO CAIFFA, DAVIDE SCHINA   |       |
| The M&A operations as source of agency problems on the short-term: the relevance of corporate governance mechanism            | » 165 |

## INTRODUZIONE

Rosa Lombardi

Nell'attuale scenario economico-aziendale, la governance e il controllo interno rappresentano tematiche rilevanti per lo studio del sistema aziendale e delle problematiche legate al governo societario.

In particolare, l'insieme degli strumenti, regole, procedure e strutture adottati dal management a sostegno dei sistemi di governance e controllo interno aziendale preordina lo svolgimento dell'attività di governo dell'impresa nell'interesse delle principali categorie di *stakeholder* e concorre al raggiungimento degli obiettivi aziendali, nell'ambito della attività di dominio responsabile del processo di creazione di valore.

Se da un lato, è possibile richiamare le principali problematiche che discendono dalla separazione tra proprietà e controllo, i modelli di corporate governance e gli strumenti contabili ed extra contabili maggiormente *in auge* per lo studio della governance d'impresa per ridurre la complessità delle decisioni manageriali e del sistema impresa; dall'altro lato, il controllo interno, quale processo integrato con i processi di gestione, consente di richiamare, tra gli altri aspetti, le figure deputate al controllo (CdA, dirigenti e altri operatori) e i meccanismi di controllo e valutazione dei rischi, volti alla verifica delle attività operative, delle informazioni di bilancio e dell'osservanza delle leggi e regolamenti vigenti.

Pertanto, gli articoli raccolti in questa sezione del volume investigano problematiche emergenti e aspetti salienti dei sistemi di governance e controllo interno aziendale, proseguendo il lavoro di ricerca intrapreso da numerosi studiosi nel corso del tempo.

Nel primo articolo dal titolo "L'autovalutazione del board nelle società quotate. Riflessioni di sintesi nel conteso nazionale", Anna Maria Fellegara, Katia Furlotti e Veronica Tibiletti affrontano il tema dell'autovalutazione del board nelle società quotate, investigando la letteratura sul board evaluation e proponendo considerazioni critiche inerenti i processi di attribuzione degli incarichi di valutazione.

Il secondo articolo di Giovanni Ossola e Chiara Crovini dal titolo "Risk management in corporate governance of smes: finding innovation in traditional theories" ha l'obiettivo di proporre un'analisi critica della letteratura sul ruolo del rischio e del processo di gestione del rischio nelle piccole e medie imprese.

Nel terzo articolo dal titolo "Le relazioni tra le caratteristiche di

governance e il risk profile nelle aziende familiari: evidenze dal contesto italiano”, Pierluigi Martino, Alessandra Rigolini e Giuseppe D’onza analizzano il tema del rischio delle aziende familiari, investigando se le caratteristiche di governance aziendali condizionino il livello di rischiosità organizzativa.

Nel quarto articolo dal titolo “Il modello ERM nell’ambito del d.lgs 231/01 come leva per il miglioramento della *governance* aziendale. Evidenze di un’analisi integrata”, Daniele Gervasio propone una matrice integrata per il governo delle aziende, attraverso un’analisi del modello ERM e del modello organizzativo *ex* D.Lgs. 231/01.

Nel quinto articolo dal titolo “La definizione e il monitoraggio del risk appetite quale strumento per una gestione strategica delle imprese assicurative”, Andrea Bellucci e Martina Tofi investigano il risk appetite nell’ambito del risk management, analizzando il processo di integrazione tra la componente di accounting ed economia aziendale e quelle di risk management.

Nel sesto articolo dal titolo “Caratteristiche dell’organo amministrativo e *performance*/valore aziendale: cornice teorica e verifica empirica”, Marco Taliento, Christian Favino, Angelo Fiorella esaminano l’influenza delle caratteristiche del *board of directors* sui risultati economico-contabili e sulla generazione di valore.

Nel settimo articolo dal titolo “CEO competence, incentives and innovation effort”, Fabio Zona esamina, attraverso un’analisi empirica, l’effetto delle competenze e degli incentivi del CEO sulla spesa in ricerca e sviluppo.

Nell’ottavo articolo dal titolo “The determinants of compensation of the board of statutory auditors in italian non-financial listed firms”, Andrea Melis e Luigi Rombi investigano le determinanti del compenso dei membri collegio sindacale di un campione di aziende italiane non quotate in borsa.

Nel nono articolo dal titolo “Nell’ottica delle banche la Board Diversity contribuisce a migliorare la Reputazione Aziendale? Un progetto di ricerca”, Francesca Aura intende verificare se le banche percepiscono che la *board diversity* contribuisce a migliorare la reputazione aziendale.

Nel decimo articolo dal titolo “The M&A Operations as Source Of Agency Problems of the Short-Term: the Relevance of Corporate Governance Mechanism”, Alessandro Giosi, Marco Caiffa e Davide Schina analizzano alcune dinamiche comportamentali degli stakeholder interni al sistema aziendale prima, durante e dopo le operazioni di Merger&Acquisition.

# L'AUTOVALUTAZIONE DEL *BOARD* NELLE SOCIETÀ QUOTATE. RIFLESSIONI DI SINTESI NEL CONTESTO NAZIONALE<sup>1</sup>

Anna Maria Fellegara<sup>2</sup>, Katia Furlotti<sup>3</sup>, Veronica Tibiletti<sup>4</sup>

## 1. Premessa

L'autovalutazione del Board, anche detta Board Evaluation è un'analisi strutturata del funzionamento, della dimensione e della composizione del Consiglio di Amministrazione e dei suoi Comitati in un periodo oggetto di osservazione (di norma un anno), tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza (anche manageriale) e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica. Tale processo non discende da obblighi normativi, ma rientra nelle best practice di corporate governance che vengono applicate dalla maggior parte delle società quotate e dalle banche.

Nel presente contributo, dopo aver inquadrato da un punto di vista generale l'argomento nel contesto nazionale, si propone una disamina della letteratura sul tema (framework) e si svolgono alcune considerazioni critiche, che siano di spunto per successivi approfondimenti di carattere empirico.

In particolare, anche alla luce delle evidenze della letteratura, si intendono proporre alcune prime riflessioni relative ai processi di attribuzione degli incarichi di valutazione, con l'obiettivo principale di porre le basi per una successiva ricerca empirica volta a mappare i processi di autovalutazione condotti da soggetti esterni, sia in termini di scelta dell'advisor, modalità di attribuzione dell'incarico, verifica delle metodologie applicative utilizzate e potenziali effetti dei risultati delle analisi stesse, con l'intento di poter effettuare qualche riflessione in termini di indipendenza ed efficacia del processo di valutazione affidato esternamente.

## 2. Framework teorico

Il tema della autovalutazione dei consigli di amministrazione è interessante oggetto di attenzione e studio da parte dei ricercatori di

---

<sup>1</sup> Il lavoro è il risultato di un'intesa collaborazione tra gli autori. Tuttavia, in particolare, il paragrafo 2 è attribuibile a Katia Furlotti, il paragrafo 3 a Veronica Tibiletti e il paragrafo 4 ad Anna Maria Fellegara.

<sup>2</sup> Università Cattolica del Sacro Cuore.

<sup>3</sup> Università di Parma.

<sup>4</sup> Università di Parma.

economia aziendale, inserendosi nelle teorie manageriali, in particolare, la teoria dell'agenzia (Dixit, 1996; Heath e Norman, 2004; Fields e Keys, 2003; Donaldson e Preston, 1995; Catalyst, 2004; Carcello e Neal 2000; Baysinger e Butler 1985).

Sotto il profilo delle ricerche, numerosi studi hanno affrontato il tema con prospettive diverse e secondo differenti indirizzi di approfondimento. Stante la relativamente recente importanza assunta dalla *governance* quale specifico oggetto di ricerche e studi (Macdonald, 2013<sup>5</sup>), anche il tema della valutazione e, in particolare, della autovalutazione del *board* ha assunto una crescente attenzione soprattutto negli ultimi decenni, nonostante da sempre, in modo informale e non sistematico, tale attività fosse oggetto di studio e attenzione nonché operativamente attuata dai consigli di amministrazione delle società (Aronson, 2003).

Gli studi in materia di *board evaluation* si possono distinguere in due macro aree di approfondimento:

- a) lavori concentrati sulle caratteristiche dei board, anche se non specificatamente dedicati alla *board evaluation*, ma che pongono in luce le caratteristiche che i consigli devono avere e rappresentano l'analisi preliminare indispensabile per avere criteri e chiavi di lettura in materia di valutazione, e
- b) lavori più specificatamente dedicati ai processi di valutazione e autovalutazione dei *board*.

Con riferimento alle ricerche che appartengono alla *prima categoria*, ad esempio, Zahra e Pearce (1989) sostengono come ogni caratteristica dei Consigli di Amministrazione (composizione, dimensione, indipendenza), degli amministratori (personalità, esperienza), nonché delle modalità di funzionamento (comitati, numero di riunioni, processi di valutazione) contribuisca all'efficacia della gestione. Considerando, in particolare, le modalità organizzative, la ricerca di Huse (2009b) sottolinea, per una idonea funzionalità dei Consigli di Amministrazione, la rilevanza di regole di funzionamento dei board, nonché di tecniche precise per la definizione delle strategie; allo stesso modo, Finkelstein e Mooney (2003) rilevano come sia fondamentale la definizione di opportune sedi di confronto fra gli amministratori e lo sviluppo di strategie e processi decisionali condivisi. Altri lavori (Sonnenfeld, 2001; Daily e Dalton, 2003) considerano l'efficacia dei Consigli di Amministrazione connessa, non tanto alle regole e alle norme di funzionamento, quanto alla capacità dei singoli amministratori, con

---

<sup>5</sup> Nel contributo di Macdonald, in particolare, si cita lo studio di Bury e LeBlanc (2007) che dimostra come agli inizi degli anni '80 lo stesso termine *governance* fosse ancora poco utilizzato.

riferimento sia alla loro competenza, capacità e intuito personale, sia alla propensione e attitudine a lavorare insieme.

Sempre in tema di efficienza ed efficacia dei Consigli di Amministrazione, numerosi contributi hanno indagato le opportunità sia di definire adeguati indicatori per la loro valutazione (Finkelstein e Hambrick, 1996; Daily, Dalton e Cannella, 2003; Finkelstein e Mooney, 2003; Sonnenfeld, 2004; Huse, 2005), sia di monitorare il ruolo strategico dei CdA (Zahra e Pearce, 1989; Zahra, 1990; O'Neal e Thomas, 1995; Westphal e Zajac, 1995; Finkelstein e Hambrick, 1996; McNulty e Pettigrew, 1999; Stiles, 2001; Felton e Watson, 2002; Useem, 2003) sia di prevedere ruoli anche operativi e non solo strategici dei consigli stessi (Goold e Campbell, 1990; Zahra, 1990).

Sempre nell'ambito delle caratteristiche dei Consigli di Amministrazione, esistono poi numerose ricerche che analizzano l'esistenza e l'entità di eventuali correlazioni fra caratteristiche dei Consigli di Amministrazione e *performance* delle aziende. In questo senso, Shukeri, Shin e Shaari (2012) analizzano alcune caratteristiche dei *board* (presenza di soci amministratori, dimensione e indipendenza del consiglio di amministrazione, cariche di presidente e amministratore delegato in capo a unici soggetti, diversità di genere e etnia nei board) relazionandole alle *performance* economiche valutate tramite il ROE; altri lavori (Hafizah, 2006) studiano la relazione fra *board* e performance utilizzando indicatori differenti, quali il ROA. Ali, Salleh e Hassan (2008), invece, studiano gli elementi che impattano sulle *performance* aziendali concentrandosi sulle società non finanziarie (in ragione della differente normativa che disciplina il settore finanziario) e dimostrando una positiva relazione fra risultati aziendali e presenza fra gli amministratori di soci proprietari.

Ancora con riferimento al rapporto caratteristiche dei *board* e performance aziendali, si ritrovano lavori dedicati in modo specifico all'analisi della relazione fra i risultati aziendali e alcune specifiche caratteristiche dei Consigli di Amministrazione. In questo senso, ad esempio, il lavoro di Druckeriv (1992) dimostra che i Consigli di Amministrazione di dimensione più ampia in genere possiedono maggiore esperienza e capacità gestionale, inducendo performance migliori; Fama e Jensen (1983) analizzano l'impatto positivo, anche in termini di risultati, derivante da una maggiore presenza nei Consigli di Amministrazione di soggetti esterni alla compagine sociale, mentre Sanda, Garba e Mikailu (2008), considerano il livello di indipendenza degli amministratori e dimostrano, esaminando 205 società quotate in otto anni, una positiva relazione fra performance (ROE e ROA) e indipendenza dei *board*. Sotto il profilo della varietà nella

composizione dei consigli di amministrazione Smith, Smith e Verner (2005) illustrano i vantaggi di una diversità di genere nei *board*, mentre Marimuthu (2009) si concentra sulla relazione fra risultati aziendali e diversità dei board in termini di etnia. Forbes e Milliken (1999) e Garratt (2003) analizzano invece l'impatto sulle performance derivante dalla capacità del *board* di definire e monitorare un cruscotto di indicatori di controllo in tema di strategie e management.

Concentrando l'attenzione, invece, specificatamente al tema della *board evaluation*, le ricerche svolte negli ultimi decenni possono essere classificate secondo differenti tipologie; in particolare si possono distinguere lavori che si caratterizzano per affrontare il tema della valutazione e autovalutazione del *board* sotto un profilo di carattere generale, indagando differenti e numerosi aspetti connessi ai processi, e altri che, invece, si concentrano solo su particolari direzioni di approfondimento, analizzando, ad esempio, chi svolge l'attività, i benefici, le motivazioni o la rilevanza.

Tra le ricerche del primo tipo Huse, Gabrielsson e Minchilli (2009a), ad esempio, individuano i principali elementi che devono essere considerati nei processi di valutazione: chi fa la *board evaluation*, l'oggetto della valutazione, gli stakeholder coinvolti nel processo e gli strumenti utilizzati (interviste, indagini, osservazioni, analisi di dati e così via). Gli stessi Autori, inoltre, analizzano le implicazioni pratiche derivanti dalla valutazione e come queste possono dare risalto all'importanza della leadership (Huse, Gabrielsson e Minchilli, 2009b). Bosch (1995) individua le principali domande che devono essere indagate per definire correttamente i processi di valutazione. Allo stesso modo, Kiel, Nicholson e Barclay's (2005) definiscono le principali indagini da compiere con riferimento ai singoli componenti del board, sottolineando, inoltre, la necessità di esplicitare e condividere i motivi della valutazione, il processo, nonché le modalità di rendicontazione e comunicazione dei risultati; Kiel e Nicholson (2005) analizzano le principali decisioni da assumere in materia di board evaluations, sottolineando come queste siano strettamente connesse a scopi, complessità e costi dei processi di valutazione.

Groysberg, in diversi studi (2012a e 2012b), spostando la riflessione sugli effetti della *board evaluation* analizza il livello di reazione alle valutazioni dei membri del Consiglio di Amministrazione, trovando comportamenti differenti nei diversi Stati (in particolare meno reattivi negli USA rispetto alla Australia e Nuova Zelanda) senza tuttavia riuscire a evidenziare se tale reattività dipenda da valutazioni esclusivamente connesse all'operato dei singoli piuttosto che a una valutazione dei meccanismi di funzionamento del *board* nel suo complesso.

Vi sono poi numerosi contributi che studiano, in particolare, alcune prospettive specifiche in materia di *board evaluation* e possono essere inquadrati in alcuni distinti filoni di approfondimento.

1. *Contributi che mirano a dimostrare l'importanza della valutazione del board*

Bury e Leblanck (2007) individuano diversi fattori che determinano un aumento dell'interesse verso la *board evaluation*, quali la crescente importanza degli investitori istituzionali, la maggiore attenzione alle responsabilità legali degli amministratori, la pressione sulle aziende più efficienti ed efficaci di un mondo del lavoro sempre più ampio, aperto, veloce e tecnologicamente avanzato; Lazonick e O'Sullivan, (2000) evidenziano, invece, il dovere di una sistematica e regolare attività di autovalutazione da parte del consiglio come risposta alle legittime aspettative degli azionisti. Altri Autori (Levin, 2002) considerano l'evoluzione della normativa come un elemento fondamentale nell'attenzione alla governance e ai processi di valutazione della stessa. Sempre in merito alla rilevanza alcune ricerche (Conger, Finegold e Lawler, 1998; Ingley e Van Der Walt, 2002) illustrano come spesso le ricerche in tema di governance non siano concentrate sul tema della valutazione dei *board*, rilevando al riguardo ampi spazi di contributo da parte della dottrina.

2. *Contributi che studiano le motivazioni dell'attività di board evaluation*

Lorsch e MacIver (1989) sottolineano come sia necessaria una attività di valutazione dei *board* e come tali organismi siano sempre più considerati elementi fondamentali per lo sviluppo delle strategie aziendali e non solo controllori dell'operato dei delegati (Lorsch, 1995; Conger, Finegold e Lawler, 1998; Monks e Minow, 2004; Huse, 2005). Alcuni contributi si concentrano, invece, sulle forze e pressioni esterne che sollecitano un'attenta attività di valutazione dei *board* (Belcourt e Kluge, 1999; Van Der Walt e Ingley, 2001; Lawler e Finegold, 2005).

3. *Contributi che indagano rischi e debolezze dei processi di valutazione del board*

Diversi lavori hanno indagato le problematiche e i rischi dell'attività di valutazione e, in particolare, di auto valutazione, alcuni individuando una debolezza nella definizione del processo (Blake, 1999; Davies, 1999; Letendre, 2004; Sonnenfeld, 2004) o un'assenza di precisione e sistematicità nell'esercizio dello stesso (Kazanjan, 2000). Con riferimento alla *self evaluation*, in particolare, diversi

contributi hanno evidenziato i rischi connessi sia in generale alla capacità di obiettiva autovalutazione (Carcio, 2004; Sonnenfeld, 2004), sia alle possibili distorsioni nella stessa legate a problemi di ruolo dei membri del CdA e dipendenti da interferenze di tipo politico (Grady, 1999) o connesse alle relazioni fra i membri del *board* (Byrd e Hickman, 1992).

4. Contributi tesi a individuare i benefici derivanti dalla board evaluation

Sotto un primo profilo i contributi in oggetto si concentrano sui benefici derivanti dall'attuazione di processi di valutazione dei *board* (Conger, Finegold e Lawler, 1998; Kiel e Nicholson, 2005), quali, ad esempio, l'identificazione di punti di forza e debolezza, l'individuazione più precisa delle aspettative nei confronti sia degli amministratori sia del consiglio nel suo complesso (Atkinson e Salterio, 2002; Cascio, 2004), nonché migliorare la percezione e la legittimazione nei confronti dell'azienda (Daily e Dalton, 2003).

Altri lavori si dedicano, invece, ai destinatari dei benefici, ossia all'identificazione di coloro che possono essere interessati a informazioni in merito ai risultati dei processi di valutazione dei *board* (Belcourt e Kluge, 1999; Huse e Rindova, 2001; Cutting e Kouzmin, 2002; Kiel e Nicholson, 2005). Huse (2005) individua, in particolare, tre categorie di soggetti sempre interessati: lo stesso CdA, gli stakeholders interni alla società e gli stakeholders esterni. Altri lavori, infine, (Kiel e Nicholson, 2005) concentrano l'attenzione anche sugli aspetti di comunicazione dei risultati.

5. Contributi che analizzano chi deve e come fare board evaluation

In questo ambito, numerose ricerche hanno indagato in merito alla *self evaluation* (Conger, Finegold e Lawler, 1998; Kazanjian, 2000; Kiel e Nicholson, 2005; Stybel e Peabody, 2005), analizzando sia il soggetto incaricato, in genere il presidente del CdA o il *lead independent director*, sia le competenze richieste e le modalità organizzative del processo che devono essere chiaramente definite (Stybel e Peabody, 2005) per garantire al processo trasparenza e obiettività (Conger, Finegold e Lawler, 1998). Proprio per questo è possibile considerare la presenza di ulteriori attori nell'attività di valutazione dei *board* quali, ad esempio, specifici comitati ad hoc (Belcourt e Kluge, 1999; Ferry, 1999; Marshall, 2001). Diversi autori hanno poi, nello specifico, indagato i metodi di valutazione (Macdonald, 2013; Huse, M., Gabrielsson, J. & Minichilli, A. (2007), Schmidt e Brauer, 2006; Van der Walt e Ingley, 2001; Siciliano, 2002;

Sonnenfeld, 2004; Mintzberg e Waters, 1982; Van de Ven, 1992; Chakravarthy e White, 2001).

### **3. La Board Evaluation in Italia**

#### **3.1 La genesi della Board Evaluation**

Il processo di autovalutazione del Consiglio di Amministrazione nelle società quotate nasce con l'auspicio di realizzare in maniera efficace ed efficiente gli indirizzi strategici gli obiettivi d'impresa e di valutare di conseguenza se le regole di governo societario e l'effettiva attività del Board abbiano posto le condizioni di base per la realizzazione di tali obiettivi.

Di *Board self-evaluation* si inizia in realtà a discutere già nel 1994 quando la *National Association of Corporate Directors* pubblica il documento denominato "*The Blue Ribbon Commission report on performance evaluation of CEOs, boards and directors*", pubblicazione a cui fanno poi seguito altre in Canada ed in Europa<sup>6</sup>.

Il Parlamento e il Consiglio Europeo si sono occupati di *Board Evaluation* sin dal 2011, raccomandando, nell'ambito delle più generali indicazioni di *corporate governance*, l'effettuazione di una verifica periodica dell'attività del Board:

*"This includes assessing its membership, organization as a group, the competence and effectiveness of each board member and of the board committees, and how well the board has performed against any performance objectives set"*<sup>7</sup>.

In tale documento si suggerisce, inoltre, il ricorso periodico ad un consulente esterno, affidamento che potrebbe migliorare la qualità della valutazione in relazione ad una auspicata maggiore oggettività della valutazione ed alla possibilità di condivisione di best practice in uso presso altre società.

Oggi la maggior parte dei Codici di Autodisciplina adottati nei principali paesi europei suggeriscono di effettuare almeno con cadenza annuale una valutazione dell'attività del Board.

In Italia, sin dalla sua edizione del 2006, il **Codice di Autodisciplina** per le società quotate (*Ruolo del consiglio di amministrazione*)<sup>8</sup> raccomanda di effettuare la propria Board Evaluation almeno una volta l'anno:

---

<sup>6</sup> Per una disamina sui diversi interventi che si sono succeduti sull'argomento si veda in particolare il contributo di Crisci G.-Soana M.G., *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione: tendenze e prospettive*, in *La Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 2-2016, pp. 273 ss.

<sup>7</sup> Eu, *The Eu Corporate Governance Framework*, Green paper, 2011.

<sup>8</sup> Borsa Italiana, Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2015.

*1.C.1. Il consiglio di amministrazione: [...]*

*g) effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica. Nel caso in cui il consiglio di amministrazione si avvalga dell'opera di consulenti esterni ai fini dell'autovalutazione, la relazione sul governo societario fornisce informazioni sull'identità di tali consulenti e sugli eventuali ulteriori servizi da essi forniti all'emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso.*

Giova precisare che questo ultimo aspetto è stato introdotto nel 2014 al fine di rafforzare la qualità informativa in capo agli emittenti che hanno deciso di attribuire l'istruttoria della *board evaluation* a un consulente esterno: al fine di migliorare la *disclosure* circa l'assenza o meno di altri incarichi del consulente, il Codice raccomanda quindi agli emittenti di identificare il consulente stesso.

In relazione alla risultanze del processo di autovalutazione del Consiglio di Amministrazione, qualora effettuato alla fine del mandato, il Codice di Autodisciplina suggerisce inoltre allo stesso Board di esprimere agli azionisti, prima della nomina del nuovo Consiglio, “*orientamenti sulle figure manageriali e professionali, la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna*”.

Sul tema è intervenuta anche la *Banca d'Italia* nel 2012 con un proprio documento<sup>9</sup>, che ha posto in particolare enfasi sull'attività di controllo e di gestione dei rischi e sulla funzionalità degli organi societari. In particolare la Banca d'Italia ha dato indicazioni sulle modalità di applicazione delle disposizioni di vigilanza sull'organizzazione e il governo societario ed ha chiesto alle Banche di trasmettere alle unità competenti per la vigilanza un documento di autovalutazione sulla composizione quali-quantitativa e il funzionamento degli organi aziendali.

### **3.2 Evidenze empiriche sulla Board Evaluation in Italia: cenni**

Alcune evidenze empiriche in relazione agli esiti ed alle modalità di Board Evaluation sono riscontrabili in importanti documenti messi a disposizione da Consob, dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana, da Assonime e da Banca d'Italia.

---

<sup>9</sup> Banca d'Italia, *Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, 2012.

Per quanto attiene a **Consob**, si deve fare riferimento al “*2015 Report on corporate governance of italian listed companies*”, emesso a dicembre del 2015. Nell’apposita sezione dedicata al tema viene proposta una tabella di sintesi avente ad oggetto una rilevazione effettuata sulle Relazioni sul Governo Societario 2014; da tale rilevazione emerge come sulle n. 238 società quotate presso la Borsa Valori di Milano, fossero disponibili n. 225 Relazioni e che da queste emergessero n. 184 società con processi di autovalutazione del Board posti in essere. Da qui emerge con tutta evidenza quindi l’importanza della questione e come la stragrande maggioranza delle società quotate sia impegnata in processi di autovalutazione, impegno cresciuto nel tempo considerato che si passa da un’adesione a tali processi del 68,7% del 2011 all’81,8% del 2014.

Un secondo importante studio è incluso nella “*Relazione Annuale 2015 – 3° rapporto sull’applicazione del Codice di Autodisciplina*”, redatto dal **Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana** e pubblicato sempre nel dicembre del 2015.

In tale documento i dati sono rilevati anche con riferimento al 2015 e confermano ovviamente quanto rappresentato dallo studio Consob. Con particolare riferimento alla rilevazione del 2015, emerge inoltre che solo il 33,3% delle società che non hanno effettuato la board evaluation (che complessivamente sono il 21,1% del totale) non hanno motivato la propria scelta.

Nel rapporto si legge che l’informazione, contenuta nella Relazione sul Governo Societario, è fornita con maggior frequenza dalle *società maggiori* (94% tra le FTSE Mib) e da quelle del *settore finanziario* (96%; che sale al 100% nel settore assicurativo). Tra le restanti 48 società, 10 però non aderiscono al Codice, 16 società, tra cui una FTSE Mib, giustificano la mancata effettuazione della *board evaluation* (in aumento rispetto alle 12 del 2014), mentre in 22 casi, tra cui una FTSE Mib, non è chiaro se l’autovalutazione sia stata effettuata e ne manchi soltanto l’indicazione nella relazione sul governo societario o se non sia stata attuata<sup>10</sup>.

Le società comunicano frequentemente anche le modalità di svolgimento della *board evaluation* (71% dei casi): è frequente il ricorso a questionari, lo è meno l’effettuazione di interviste; la valutazione è quasi sempre estesa a dimensione, composizione e funzionamento dei comitati consiliari. Tra le

---

<sup>10</sup> Nello studio di ASSONIME citato in seguito emerge come le giustificazioni fornite in merito alla mancata effettuazione dell’autovalutazione siano riconducibili ad alcune categorie chiaramente identificabili, ove la più frequente (5 casi) è quella di cause transitorie, quali la recente quotazione, il recente insediamento del Consiglio di Amministrazione, il suo prossimo rinnovo o la ristrutturazione subita dalla Società.

società appartenenti all'indice FTSE Mib che hanno effettuato la *board evaluation*, l'82% ha fornito informazioni sul processo di autovalutazione, mentre il restante 18% non ha fornito informazioni in merito.

Infine, nel documento, il Comitato ribadisce agli emittenti che non aderiscono alla raccomandazione sull'attività di *board evaluation* la necessità di fornire un'adeguata spiegazione della disapplicazione ed in relazione alle informazioni fornite sull'istruttoria dell'attività di autovalutazione, sottolinea che l'eventuale decisione dell'emittente di nominare un consulente esterno richiede un'adeguata informativa sugli eventuali altri servizi offerti dallo stesso al fine di garantirne l'indipendenza.

La relazione di Assonime "*La Corporate Governance in Italia – 2015*"<sup>11</sup> riprende alcuni dei dati contenuti nello studio sopra indicato ed evidenzia inoltre come, nel tempo, il processo di *board evaluation* sia diventato più strutturato. L'indagine 2015 copre le 228 società italiane, quotate al 31 dicembre 2014, le cui Relazioni erano disponibili al 15 luglio 2015: la copertura del listino è sostanzialmente integrale.

Da tale ricerca emergono dati di sintesi ovviamente analoghi a quelli dello studio Consob, oltre che una serie di ulteriori spunti di analisi. In particolare, si evidenzia come l'attribuzione di compiti istruttori a figure precisamente identificate sia oggi pienamente prevalente (nell'83% dei casi, che sale al 95% nelle società finanziarie) e coincida nella maggior parte dei casi ad uno dei comitati consiliari previsti dal Codice di Autodisciplina.

In relazione all'affidamento interno od *esterno* dell'attività, lo studio in esame precisa che il ricorso a consulenti esterni è in generale poco frequente (41 casi), ma che tale percentuale è invece maggiore nelle società maggiori a controllo pubblico (dato osservabile nel 69% delle società FTSE Mib) ed in forte ascesa nel settore finanziario, dove arriva a raggiungere l'87% per le Banche<sup>12</sup>. Lo studio evidenzia, infine, come il nome del consulente sia comunicato quasi sempre (in 36 casi) e come nel 63% dei casi siano fornite anche informazioni relative ad altri eventuali servizi svolti dal consulente (o indicazione che esso non ne svolge).

---

<sup>11</sup> Cfr. Assonime, *La Corporate Governance in Italia autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain* (anno 2015), novembre 2015, pp. 14-15.

<sup>12</sup> A tal riguardo occorre citare le risultanze di un precedente studio effettuato da Banca d'Italia, denominato "*Analisi dei risultati e dei processi di autovalutazione*", rilasciato a novembre 2013, nel quale sono stati esaminati i documenti di autovalutazione presentati nel 2012 dalle principali banche italiane (35 capogruppo e 8 banche individuali). Dallo studio emerge come il 37% delle banche analizzate abbiano affidato l'incarico ad una società esterna, nel 23% dei casi non sia stata dettagliata la metodologia utilizzata per condurre l'*assessment* e che ben nel 65% dei casi sia stata utilizzata la modalità del questionario (il 35% nella ricerca Assonime).

A dati parzialmente dissimili perviene un più recente studio, avente comunque ad oggetto un campione d'indagine differente da quello preso a riferimento da Assonime (v. Crisci, Soana, 2016)<sup>13</sup>, ovvero le 40 società quotate di maggiori dimensioni italiane ed inglesi ed ai processi di autovalutazione posti in essere nel 2015. Con specifico riferimento ai soggetti affidatari del processo, dallo studio emerge che 22 imprese italiane e 15 inglesi sono ricorse al supporto di un consulente esterno e di queste 20 italiane e tutte le 15 inglesi hanno reso noto il nome del professionista esterno che ha supportato il processo di autovalutazione. Infine, l'indipendenza di quest'ultimo è stata dichiarata da 13 imprese italiane e 14 inglesi.

#### **4. I soggetti coinvolti nell'autovalutazione: primi spunti di riflessione**

Lo studio preliminare effettuato ha posto in evidenza la rilevanza del tema della *board evaluation* sia a livello dottrinale che a livello aziendale, soprattutto per quanto riguarda le società quotate di maggiori dimensioni e le società finanziarie. La maggiore incidenza di società finanziarie che effettuano in maniera molto strutturata l'autovalutazione è da ricondursi sicuramente anche alle precise indicazioni che vengono da Banca d'Italia in materia e che già dal 2012 di fatto richiede in maniera perentoria di inviare alla stessa un report sui propri processi di autovalutazione.

Gli studi di Assonime e dal Comitato per la Corporate Governance hanno di fatto confermato un trend positivo in termini di maggiore completezza e formalizzazione dei processi di autovalutazione nel tempo, con tuttavia l'evidenza di qualche ombra e aspetto da migliorare in relazione all'esplicitazione dei motivi dell'eventuale disapplicazione dell'autovalutazione e precisazioni maggiori da rendere in tema di nomina di consulenti esterni.

Un aspetto di rilevante criticità è sicuramente rappresentato, in relazione agli *attori* coinvolti nei processi di autovalutazione, alla definizione dei soggetti incaricati di condurre il processo in commento; in particolare, la prima scelta da compiere attiene all'attribuzione dell'autovalutazione a soggetti *interni* od *esterni* all'impresa<sup>14</sup>. Sul tema le Disposizioni di Vigilanza emanate da Banca d'Italia<sup>15</sup> suggeriscono “*che almeno una volta ogni 3 anni l'autovalutazione sia svolta con l'ausilio di un professionista esterno in grado di assicurare autonomia di giudizio*” e da qui si spiegano i

---

<sup>13</sup> Crisci G.-Soana M.G., *op. cit.*, p. 274.

<sup>14</sup> Vedi anche Crisci G.-Soana M.G., *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione: tendenze e prospettive*, in *La Rivista dei Dottori Commercialisti*, *op. cit.*, pp. 281-282.

<sup>15</sup> Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17.12.2013, Parte Prima.IV.1.28.

numeri evidenziati nello studio Assonime prima richiamato, che vede la stragrande maggioranza degli affidamenti di autovalutazione a soggetti esterni.

Proseguendo il ragionamento, se il perimetro dell'analisi non si spinge oltre i confini nazionali e l'interesse rimane concentrato in questa fase sulla descrizione della prassi adottata dalle imprese italiane di maggiore rilevanza, allora il tema della valutazione dei componenti i consigli di amministrazione non può essere separato da una conoscenza approfondita del sistema che, al di là dei numeri e delle percentuali, risponda ad alcuni fondamentali quesiti<sup>16</sup>.

Il **primo** di essi è dato dalla *identificazione degli advisor* che, in questi primi anni di applicazione, si sono aggiudicati i contratti per la realizzazione dei processi di valutazione, processi esternalizzati per la gran parte delle quotate e, in misura minore, per le società finanziarie. E' di tutta evidenza che questa specifica area costituisce un "mercato" di grande e crescente interesse per le *legal factories*, per le società di revisione e per le società di consulenza strategica. Gli incarichi possono essere condotti organizzativamente in modi molto differenti (sub-appaltati a soggetti collegati, portati a termine da team interni ad hoc, ovvero possono essere sorte aziende con questo specifico oggetto), possono generare e diffondere comportamenti virtuosi e/o indebolire l'efficacia delle previsioni regolamentari.

In questo senso, il lavoro di Kiel e Nicholson (2005) individua punti di forza e di debolezza dei diversi soggetti incaricati della *board evaluation* sottolineando come nel caso di valutazione interna i soggetti più frequentemente coinvolti siano il chair, gli amministratori non esecutivi o specifici comitati nominati ad hoc. Nel caso del chair, che sicuramente vanta conoscenza dei meccanismi di governance e capacità di coinvolgimento di tutti nel processo, il rischio che si corre è di una eccessiva concentrazione del potere in capo a un soggetto, nonché la difficoltà per attori così critici per l'azienda di dedicare tempo a sufficienza a ulteriori incarichi. Il ricorso ad amministratori indipendenti per la valutazione del board, invece, se da un lato consente una valutazione meno condizionata e garantisce maggiore disponibilità di tempo da dedicare all'attività, dall'altro soffre di una minore partecipazione ai processi e una più complessa e a volte meno efficace comprensione degli stessi. La costituzione di comitati appositi, infine, assicura la disponibilità di risorse appositamente dedicate all'attività con

---

<sup>16</sup> In particolare l'analisi che viene nel seguito descritta brevemente nelle sue principali direttive si colloca nel filone di studi prima citati ai punti 3 e 5 ("Contributi che indagano rischi e debolezze dei processi di valutazione del board" e "Contributi che analizzano chi deve e come fare board evaluation").

minore possibilità di condizionamenti anche se rischia di rendere più lungo, e quindi meno tempestivo, il processo e richiede maggiori investimenti. Su questo punto anche Belcourt e Kluge (1999) sottolineano come il ricorso a specifici comitati possa garantire maggiore obiettività ai processi di valutazione, evidenziando l'importanza dell'autovalutazione, maggiormente idonea, rispetto alle analisi fatte da soggetti esterni per cogliere caratteristiche e tipicità aziendali. Sempre in ambito di self evaluation, Stybel e Peabody (2005) rilevano, come sia fondamentale che i processi impostati siano attentamente strutturati e studiati richiedendo una rigorosa preparazione da parte dei soggetti incaricati.

Kiel e Nicholson (2005) analizzano, inoltre, l'opportunità di ricorrere alla consulenza esterna per l'attività di valutazione dei board, individuando come principali motivazioni della scelta la necessità di trasparenza per l'azienda o la consapevolezza della limitata capacità (per diverse ragioni quali mancanza di tempo, difficoltà organizzativa, necessità di competenze specifiche) degli attori interni di svolgere efficacemente il lavoro. In alcuni casi emerge come l'attività venga esternalizzata dopo diversi anni di valutazione interna per rendere maggiormente significativo un processo che negli anni si è automatizzato sino a perdere efficacia.

Giova pertanto osservare l'attività di *board evaluation* dalla prospettiva di quei soggetti che, terzi rispetto alla società, sono i principali gestori di tali processi. Non siamo di fronte a limiti o ad obblighi di incarico, quindi le scelte concretamente effettuate e i risultati ottenuti in termini di giudizio sull'adeguatezza dei consigli possono essere molto eloquenti in termini di efficacia del sistema, trasparenza informativa e indipendenza dei soggetti.

Un **secondo** elemento su cui occorre approfondire l'analisi è il sistema di rating ovvero la comparabilità dei risultati ottenuti, essendo evidente che non può essere sufficiente l'aver adottato un sistema di *board evaluation* per garantire la bontà del medesimo. Si tratta infatti di stabilire su quali variabili, con quale dettaglio di scala e con quale sistema di *scoring* sono effettuate le valutazioni. La loro comparabilità sarebbe ovviamente di grande utilità, dunque in prima battuta è importante conoscere quali sono i sistemi effettivamente adottati.

In merito ai metodi di valutazione, diversi contributi sottolineano la necessità di definire processi strutturati e criteri condivisi per garantire obiettività ai risultati. Nel lavoro del 2007 Huse, Gabrielsson e Minichilli individuano diversi livelli di valutazione dei board che può concentrarsi su un piano più individuale dei singoli componenti il CdA o un profilo più generale che considera il board nel suo complesso. La prima tipologia di valutazione mira a stimolare i componenti del Cda a una valutazione critica

dei propri punti di forza e di debolezza. In particolare Kiel e Nicholson (2005) sottolineano come tale tipo di valutazione consenta di individuare il personale contribuito degli amministratori alla realizzazione dei risultati aziendali. La valutazione dei singoli amministratori, tuttavia, può comportare problemi in termini di affiatamento e coesione del board come rileva il contributo di Conger, Finegol, Lawler (1998) e deve necessariamente essere realizzata attraverso peer e non self evaluation che deve, però essere correttamente gestita al fine di favorire e non ostacolare la collaborazione e il reciproco sostegno fra i membri del CdA. Per quanto attiene alla valutazione del board nel suo complesso, invece, il lavoro di Huse, Gabriellsson e Minichilli (2007) identifica quattro elementi fondamentali da analizzare per valutare il consiglio di amministrazione: board tasks, per comprendere se il CdA sta raggiungendo i risultati attesi, board membership, al fine di valutare la corretta composizione del consiglio al suo interno, cultura e modalità operative, per cogliere il clima di lavoro e valutarne l'efficacia al fine di ottenere i risultati prefissati, e la board leadership e structure, ossia l'analisi dell'organizzazione e articolazione del CdA, dimensione, composizione, comitati.

Gli stessi Autori individuano, inoltre, alcune specifiche modalità di realizzazione dell'attività di valutazione. Premessa l'importanza di dedicare un tempo appropriato all'attività e di possedere conoscenze e competenze adeguate, vengono delineate alcune possibili metodologie di valutazione: confronto e discussione fra amministratori, ad esempio dedicando uno specifico incontro all'anno al tema, confronto con benchmark di riferimento (ad esempio codici o best practice), ricorso a schemi o questionari di valutazione standardizzati, interviste ai soggetti chiave.

Se le prime due aree di indagine si interrogano sostanzialmente sul *chi* e sul *come* una **terza** domanda importante riguarda il *quando*, ovvero la durata, intendendo con ciò l'inizio o la fine del mandato consiliare. Gli incarichi possono essere contrattualizzati per un esercizio o per il triennio di mandato consiliare, eventualmente rinnovabili senza limiti di mandato. Il consulente può essere individuato sulla base di una comparazione formale tra soggetti alternativi (beauty contest, short list, bando) ovvero può essere scelto a libero giudizio del consiglio medesimo o del comitato per le remunerazioni e le nomine, se esistente.

Un ulteriore aspetto conoscitivo è dato dalla possibilità di disporre di informazioni più analitiche sulle *performance* dei singoli componenti, ovviamente nel senso di poter verificare la migliore o peggiore performance degli *amministratori indipendenti* rispetto agli altri. Il senso di questa informazione non è ovviamente quella di stilare classifiche, quanto piuttosto

di verificare se e in quale misura la diversa provenienza, estrazione e formazione degli indipendenti apporta un valore aggiunto all'organismo collegiale, consentendo una modalità gestoria e deliberativa più in grado di tutelare gli interessi degli investitori.

Gli aspetti sopra individuati dovranno essere indagati con un'analisi empirica da svolgersi su un campione significativo di società quotate che abbiano intrapreso percorsi di auto-valutazione mediante conferimento di incarico a soggetti esterni, al fine di poter mappare i diversi aspetti critici come sopra individuati e poter svolgere qualche considerazione di sintesi sull'indipendenza ed effettiva efficacia del processo di *board evaluation*.

### **Bibliografia**

- Ali S.M., Salleh, N. M., Hassan M.S. (2008), *Ownership structure and Earnings Management in Malaysia Listed Companies*, Asian Journal of Business and Accounting, 1(2), 89-116.
- Atkinson, A. and Salterio, S. (2002) Function vs. Form, CMA Management, 76, 23–27.
- Banca d'Italia, *Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, 2012.
- Baysinger, Barry D., Butler H.N. (1985), *Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics, & Organization 1.1, 101-124.
- Belcourt, M. and Kluge, H. (1999) Measuring Board Performance, Ivey Business Journal, 63, 26–32.
- Blake J. (1999), *Overcoming the 'value action gap' in environmental policy: Tensions between national policy and local experience*, Local environment 4.3, 257-278.
- Borsa Italiana (2015), Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*.
- Bury S., Leblanc R. (2007), *Corporate governance research on the free web: a selected annotated guide*, Reference Services Review 35.3 497-514.
- Byrd J.W., Hickman K.A. (1992), *Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids*, Journal of financial economics 32.2 195-221.
- Carcello J.V., Neal T.L. (2000), *Audit committee composition and auditor reporting*, The Accounting Review 75.4, 453-467.
- Carcio, W. (2004) Board Governance: A Social Systems Perspective, Academy of Management Executive, 18, 100.
- Cascio, W. F. (2004) Board Governance: A Social Systems Perspective, Academy of Management Executive, 18, 97–100.

- Chakravarthy, B. S. and White, R. E. (2001) Strategy process: forming, implementing and changing strategies. In A. Pettigrew, H. Thomas and R. Whittington (eds) *Handbook of Strategy and Management*, 182–205. London: Sage.
- Conger J.A., Finegold D., Lawler E.E. (1998), *Appraising boardroom performance*, *Harvard Business Review* 76, 136-164.
- Conger J.A., Finegold D., Lawler E.E. (2001), *Corporate Boards, Strategies for Adding Value at the Top*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Coral I., Van Der Walt N. (2002), *Board dynamics and the politics of appraisal*, *Corporate Governance: An International Review* 10.3 163-174.
- Cutting, B. and Kouzmin, A. (2002), *Evaluating Corporate Board Cultures and Decision Making*, *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 2, 27–45.
- Daily, C.M. and Dalton, D.R. (2003), *Looking in the Mirror: Board Evaluation*, *The Journal of Business Strategy*, 24, 8-9.
- Davies, A. (1999) *A Strategic Approach to Corporate Governance*. Aldershot: Gower.
- Dixit A. (1997), *Power of incentives in private versus public organizations*, *The American Economic Review* 87.2 378-382.
- Donaldson T., Preston L.E. (1995), *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*, *Academy of Management Review*, 20.1 65-91.
- Druckeriv P. (1992), *Corporate Governance after Enron and WorldCom Applying Principles of Results-Based Governance*, Working Paper presented at Insight Conference on Corporate Governance.
- Druckeriv P. (1992), *Corporate Governance after Enron and WorldCom Applying Principles of Results-Based Governance*, Working Paper presented at Insight Conference on Corporate Governance.
- Dunbar R., MacDonald I. (2013), *Primate social systems*, Springer Science & Business Media.
- Eu (2011), *The Eu Corporate Governance Framework*, Green paper.
- Fama E. F., Jensen M.C. (1983), *Separation of ownership and control*, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- Finkelstein S., Donald C.H. (1996), *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*, South-Western Pub.
- Ferry, R. (1999) *Boardrooms Yesterday, Today and Tomorrow*, *Chief Executive* , 142, 44–47.

- Forbes D.P., Milliken F.J. (1999), *Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups*, *Academy of management review* 24.3 489-505.
- Garratt B. (2003) *Thin on top: Why corporate governance matters and how to measure and improve board performance*, Nicholas Brealey Publishing, London.
- Goold, M. and Campbell, A. (1990) Non-Executive Directors' Role in Strategy, *Long Range Planning*, 23, 118–119.
- Grady, D. (1999) No More Board Games! *The McKinsey Quarterly* , 3, 17–25.
- Heath J., Norman W. (2004), *Stakeholder theory, corporate governance and public management: what can the history of state-run enterprises teach us in the post-Enron era?*, *Journal of Business Ethics*, 53.3 247-265.
- Huse, M. (2005) *Accountability and Creating Accountability: A Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance*, *British Journal of Management* , 16, 65–79.
- Huse, M., Gabrielsson, J. & Minichilli, A. (2007), 'Board evaluations: Making a fit between the purpose and the system', *Corporate Governance: An International Review*, 15(4): 609-622.
- Huse, M., Gabrielsson, J. & Minichilli, A. (2009a) *Knowledge and Accountability: Outside Directors' Contribution in the Corporate Value Chain* in Gomez, P-E & Moore, R. (eds) *Board Members and Management Consultants: Redefining the Boundaries of Consulting and Corporate Governance*, IAP: Charlotte, NC.
- Huse, M., Gabrielsson, J. & Minichilli, A. (2009b) Chapter 28: How boards contribute to value creation in Huse, M. (ed) *The Value Creating Board – Corporate Governance and Organizational Behaviour*, London: Routledge.
- Huse, M., Rindova, V. P. (2001) Stakeholders' Expectations of Board Roles: The Case of Subsidiary Boards, *Journal of Management and Governance*, 5, 153–178.
- Ingley, C., Van Der Walt, N. (2002) Board Dynamics and the Politics of Appraisal, *Corporate Governance: an International Review*, 10, 163–174.
- Ji-Ren J. et al. (1995), *Planning for dominance: a strategic perspective on the emergence of a dominant design*, *R&D Management* 25.1, 3-15.
- Kazanjian, J. (2000) Assessing Boards and Individual Directors, *Ivey Business Journal*, 64, 45–50.
- Kiel G, Nicholson G. (2005), *Evaluating boards and directors*, *Corporate Governance: An International Review* 13.5, 613-631.

- Kiel, G. C., Nicholson, G. J. and Barclay, M. A. (2005) Board, Director and CEO Evaluation. Sidney: McGraw-Hill.
- Laurence S.J., Peabody M. (2005), *How should board directors evaluate themselves*, MIT Sloan Management Review 47.1, 67.
- Lawler E., Finegold D.L. (2005), *The changing face of corporate boards*, MIT Sloan Management Review 46.2, 67-70.
- Lazonick W., O'Sullivan M. (2000), *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, Economy and society 29.1, 13-35.
- Letendre, L. (2004) The Dynamics of the Boardroom, Academy of Management Executive, 18, 101–104.
- Levin, J. A. (2002). Canadian corporate governance developments. Toronto, Canada: Fasken Martineau. Retrieved from: [www.fasken.com/files/Publication/51704b5f-da4f-4e1c-94e6-645c5e128ba9/Presentation/PublicationAttachment/09bab317-bd07-484d-8cef-0667b5240c15/CDN\\_CORP\\_GOV\\_DEVS.PDF](http://www.fasken.com/files/Publication/51704b5f-da4f-4e1c-94e6-645c5e128ba9/Presentation/PublicationAttachment/09bab317-bd07-484d-8cef-0667b5240c15/CDN_CORP_GOV_DEVS.PDF)
- Lorin L. (2004), *The dynamics of the boardroom*, The Academy of Management Executive 18.1, 101-104.
- Lorsch, J.W. (1995) Empowering the Board, Harvard Business Review, January–February, 107–117.
- Lorsch, J., MacIver E. (1989), *Pawns and potentates*, Harvard Business School.
- Macdonld R.J. (2013) Determining Best Practices for Board Evaluation for a Provincial Commercial Crown Corporation, A Research Project Submitted to Saint Mary's University, Halifax, Nova Scotia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master of Business Administration, 8 April, 2013.
- Marimuthu, M. (2009), *Ethnic and Gender Diversity in Board Of Directors and Their Relevance to Financial Performance of Malaysian Companies*, Journal of Sustainable Development, 2(3), 139-148.
- Marshall, J. (2001) As Boards Shrink, Responsibilities Grow, Financial Executive, 17, 36–39.
- McNulty T. et al. (2011), *The role, power and influence of company chairs*, Journal of Management & Governance 15.1, 91-121.
- Mintzberg, H. and Waters, J. A. (1982) Tracking Strategy in an Entrepreneurial Firm, Academy of Management Journal, 25, 465–499.
- Monks R., Minow N. (2004), *Corporate governance*, vol. 3, Blackwell Publishing, Malden, MA.
- Morten H. (2005), *Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance*, British Journal of Management 16.s1 S65-S79.

- Norwahida S.S., Wei Shin O., Shaari M.S., (2012) *Does board of director's characteristics affect firm performance? Evidence from Malaysian public listed companies*, *International Business Research* 5.9, 120.
- Philip S. (2001), *The impact of the board on strategy: An empirical examination*, *Journal of Management Studies* 38.5, 627-650.
- Sanda A.U., Garba T., Mikailu, A.S. (2008), *Board Independence and Firm Financial Performance: Evidence from Nigeria*, Working Paper, Usmanu Danfodiyo University.
- Schmidt S.L. e Brauer M. (2006), *Strategic Governance: how to assess board effectiveness in guiding strategy execution*, *STRATEGIC GOVERNANCE*, 14, 1 January 2006, 13-22.
- Shaker A.Z. (1990), *Increasing the board's involvement in strategy*, *Long Range Planning* 23.6, 109-117.
- Shaker A.Z., Pearce J.A. (1989), *Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model*, *Journal of Management* 15.2, 291-334.
- Shukeri, S.N., Shin O.W., Shaari M.S., (2012) *Does Board of Director's Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies*, *International Business Research*, Vol. 5, No. 9, 120-127.
- Siciliano, J. (2002) *Governance and Strategy Implementation: Expanding the Board's Involvement*, *Business Horizons*, Nov–Dec, 33–38.
- Smith N., Smith V., Verner M. (2005), *Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms*, <http://ssrn.com/abstract=780910>.
- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2005), *Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms*, <http://ssrn.com/abstract=780910>.
- Sonnenfeld J. (2004), *Good governance and the misleading myths of bad metrics*, *The Academy of Management Executive* 18.1, 108-113.
- Stybel, L. J. and Peabody, M. (2005) *How Should Board Directors Evaluate Themselves?* *MIT Sloan Management Review*, 47, 67–72.
- Useem M. (2003), *Corporate governance is directors making decisions: Reforming the outward foundations for inside decision making*, *Journal of Management and Governance* 7.3, 241-253.
- Van de Ven A.H. (1992), *Suggestions for studying strategy process: A research note*, *Strategic Management Journal* 13.5, 169-188.
- Van der Walt, N. and Ingley, C. (2001) *Evaluating Board Effectiveness: The Changing Context of Strategic Governance*, *Journal of Change Management*, 1, 313–331.

- Westphal J.D., Zajac E.J. (1995), *Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection*, *Administrative science quarterly*, 60-83.
- Zahra, S. (1990) *Increasing the Board's Involvement in Strategy*, *Long Range Planning*, 23, 109–117.

# RISK MANAGEMENT IN CORPORATE GOVERNANCE OF SMES: FINDING INNOVATION IN TRADITIONAL THEORIES

Giovanni Ossola, Chiara Crovini<sup>1</sup>

## 1. Introduction

Since 2008, the financial crisis has invested in the real economy: initially in the United States, then in other industrialised economies, and finally in the rest of the world.

The slowdown in growth has become a recession. This global crisis revealed significant new problems in risk assessment and management, caused by the increasing uncertainty and its effects. There emerged the need for an effective implementation of Risk Management (OECD, 2015).

This crisis demonstrates that no industry or jurisdiction is immune to inadequate or inappropriate risk management. All companies should be able to develop a policy with a full appreciation of risk and a suitable set of operating procedures to adapt to the changes of the surrounding environment in a timely manner.

SMEs represent the most important reality in the entire economic system. They are crucial in promoting economic growth at the international level and their vitality helps reduce the level of unemployment. Therefore stability and prosperity of SMEs assume systemic value for all countries (World Trade Organisation, 2013).

As in Italy, in the UK and in other countries, there is no regulatory or institutional code of risk management: SMEs do not usually adopt a formalised risk management process.

The reasons behind this immature approach, on the one hand, can derive from the lack of familiarity, the fear of change and additional costs that the implementation of a risk management system can have, while on the other hand, from the actual lack of awareness of the benefits that an integrated risk management system might have in terms of prevention and opportunities. Only a comprehensive and coordinated approach and an effective process among all functional areas can substantially improve the sustainability and profitability of SMEs by becoming a proactive prevention tool. But there

---

<sup>1</sup> University of Turin.

emerges the need to develop a sound corporate governance (Soltani and Maupetit, 2013).

Consequently how could researchers lead SMEs to rethink the internal control system and risk management? What are the theoretical bases academics should refer to in order to support a sound and effective corporate governance and internal control system?

Thanks to our brief literature review, we discuss the need for companies to reassess their governance structure to ensure adequate risk management. Our research tries to answer these questions by analysing and studying in depth the most important national and international studies of academics and researchers.

We have made an attempt to develop an agenda for a discussion of the future role of risk management in SMEs. Our first aim is to underline that if SMEs aims at implementing a proper risk management function, the right corporate culture and values, they should think about the company as a complex system, coordinated in all its functions. Therefore academics should spread the original theories that generated business administration as an independent field of research in order to pursue SMEs to rethink their risk approach, by reinforcing awareness and dissemination of the risk culture in this segment.

The paper is organised as follows. The research rationale and its contributions are stated in the second section. The methodology and research questions are presented in the third paragraph, while the literature review is in the fourth section. The discussion on RQs is presented in the fifth section. The final paragraph instead deals with the conclusion and perspectives.

## **2. Research rationale and description of the specific contribution of the study**

Risk is inherent to and part of the existence of every company (Bertini, 1969; Ferrero, 1987).

In particular, SMEs are more exposed to the negative aspects of risks. However, due to their flexibility, with the right tools they can tap into opportunities to increase their market share, grow and manage risks more effectively.

It is well known that SMEs constitute the vast majority of enterprises around the world and serve as the mainstay of trade and economic growth. Small and medium enterprises, in terms of family firms, represent the backbone of the economic system both in Italy and in the UK, where there are approximately three million family businesses (Zurich, 2012).

They are the key drivers of innovation, social integration and employment (OECD). Given the importance of SMEs in economic growth and development, attention to the issue of risk management becomes essential.

SMEs have little guidance on how best to manage risk and where to turn to for advice. Over the past few years few Guidelines have been published. Some of them represent Corporate Governance Codes for Unlisted Companies (OECD, 2006; ecoDa, 2010; OECD, 2015; NedCommunity, 2015). Thanks to these Guidelines, SMEs might develop an appropriate governance framework, trying to avoid negative implications for their long-term effectiveness and success. Copying the widely-recognised principles of best practice for listed companies is also not a viable solution, as the corporate governance challenges of listed companies are different from those of unlisted companies.

In fact most unlisted enterprises are owned and controlled by single individuals or coalitions of company insiders (e.g. a family). In many cases, owners continue to play a significant direct role in management.

Good governance in this context is not a question of protecting the interests of absentee shareholders (*agency theory*: Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). Rather, it is concerned with establishing a framework of company processes and attitudes that add value to the business and help ensure its long-term continuity and success, by satisfying the stakeholders' needs (*stakeholder theory*: Freeman, 1984).

This is the reason why the International Organisation for Standardisation (ISO) in 2009 elaborated ISO 31000: 2009 about Risk Management and, more recently, in January 2016 ISO published a practical guide for SMEs about how to implement risk management in alignment with ISO 31000.

The standard, in Clause 1 states:

*“Although this International Standard provides generic guidelines, it is not intended to promote uniformity of risk management across organizations. The design and implementation of risk management plans and frameworks will need to take into account the varying needs of a specific organization, its particular objectives, context, structure, operations, processes, functions, projects, products, services, or assets and specific practices employed”.*

This paper is motivated by the boards' failure, in terms of risk blindness, to manage risk prior to and during the financial crisis. Moreover we underline the need for SMEs to develop a new risk culture that might help them face uncertainties and deal with any type of risks.

We have made an attempt to develop an agenda for discussing the future role of risk management in SMEs. Therefore nowadays if academics and

researchers want to find innovation in theories, they should refer to the traditional theories that consider the company as a whole dynamic system, which functions are all interrelated.

As a consequence, the paper is *international* because we investigate the most important and relevant studies of national and international academics and researchers.

It considers risk management in corporate governance of SMEs as *multidisciplinary* and aims at showing how corporate and risk governance ought to be considered and developed in these companies.

### **3. Methodology and research questions**

Our research is a *critical literature review* (Saunders et al., 2009) with the objective to identify the most important international and national works that determined the bases for the risk management and internal control system area and thereafter, to classify them in order to identify gaps, issues and opportunities for further studies and research.

Our work consists precisely of a critical analysis of the principal literature contributions, both international and national, in the corporate governance field and, more specifically, in the internal control system and risk management area.

A literature review seems to be a valid approach, as it is a necessary step in structuring a research project and it forms a fundamental part of any research (Easterby-Smith et al. 2002) that helps identify the conceptual content of the specific field (Meredith, 1993) and guides towards theory development.

Our research is based on previous theoretical considerations and follows a clear process that brings to conclusions and perspectives for both academics and practitioners.

The process of analysis follows four steps (Srivastava, 2007):

- *Definition of the unit of analysis*: the unit of analysis has been defined as a single research paper/book. We further delimited the material (research paper/book) to be collected as per our scope;
- *Classification context*: we concentrated on the *problem context* related to risk management;
- *Material evaluation*: the material is analysed and sorted according to the classification context. This allows identification of relevant issues and interpretation of the results. The research aim is pursued through a *deductive approach*;
- *Collecting publications and delimiting the field*: we focused both on primary sources, such as reports, conference proceedings and

documents published by organisations, and secondary sources such as books, edited volumes and journal articles.

To establish a time span, a starting point was set at 1900, as our review starts with the analysis of corporate risks. Afterwards we concentrated on the original theories in the business administration field and on their evolution.

Library databases were used by researching works with the following keywords: risk management, SMEs, risk governance, risk.

As references were accumulated, we selected them and we drove our discussions and conclusions in order to answer the following research questions:

- *RQ1*: In this context of profound change in the risk approach, how could researchers lead SMEs to rethink risk management?
- *RQ2*: What are the theoretical bases academics should refer to in order to support a sound and effective corporate governance and internal control system?

#### **4. Literature Review**

We begin our review by analysing some of the most important works about the concept of risk.

One of the first definitions of risk is attributed to Bernoulli, who in 1738 proposed to measure risk with the geometric mean and to minimize risk by spreading it across a set of independent events (Bernoulli, 1954).

The topic of risk has been the subject of careful and important studies in the general economic field since the beginning of the twentieth century. For example Willet (1901), Fisher (1919), Knight (1921), Hardy (1931) and the Italian Chessa (1929) were the most relevant.

In the business administration field, the research of Chapman and Cooper (1983), Oberparleiter (1955), Corsani (1941), Sassi (1940) and Gobbi (1919) was particularly important. The common element of all these studies is that risk can be seen as the possibility of economic or financial losses or gains, as a consequence of the uncertainty associated with pursuing the course of an action. But more specifically risk is linked to an *adverse eventuality*.

Risk is intrinsic to doing business (Zappa, 1956; Ferrero, 1987) and it has consequences in terms of economic performance and professional reputation, but there are also environmental, safety and social considerations. These risks may be internal or external, direct or indirect. Despite the underlying element of uncertainty, it is often possible to predict risks and to set in place systems and design actions to minimize their negative consequences and maximize the positive ones (Kaplan and Mikes, 2012; Giannessi, 1960). Those risks that arise from disorder can be controlled through better

management and governance. This way, businesses that adopt a risk management strategy and a proper planning and programming are more likely to survive and grow (Amaduzzi, 1961; Capaldo, 1965; Brusa, 2012).

More recently, Kaplan and Mikes (2012) underlined that the first step in creating an effective risk management system is to understand the qualitative distinctions among the types of risks that organizations face. In their opinion there exist three categories of risk: preventable, strategy and external risks.

These researchers analysed several companies in different sectors and tried to elaborate models and possible solutions to manage all types of risks. There emerged the need for managers to communicate properly and to build an organisational structure that best adapted to their company.

Therefore the concept of risk is not unique but depends on the situation in which the company operates, on the uncertainty every company might face and on the consequences that certain events can have on the business (Chessa, 1929; Bertini, 1987).

Spencer and Siegelman (1964) state that risk can be considered as *the quantitative measurement of an outcome, such as a loss or a gain, in a manner such that the probability of the outcome can be predicted.*

Uncertainty and negative consequences were also discussed by Ferrero (1968). He wrote in his masterpiece *Istituzioni di economia d'azienda* that there are two kinds of uncertainties: objective and subjective. The former are linked to the unknown in an absolute sense and they depend on the knowledge and the environment that surround the company. Subjective uncertainties instead can be dominated by the management because they are linked to insufficient information and to the informative system of the company.

As stated by Oberparleiter and Bertini, corporate risks can be individuated, but sometimes they cannot be measured.

Bertini (1987) wrote that the study of risk consists of the interpretation of hypotheses and values that a company can assume when putting into effects plans.

There emerges the need to define a proper and effective risk management process.

Risk management theories evolved in particular after the COSO Report (1992) and its updated version (2004), elaborated by Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. Several researchers concentrated on the definition of the risk management (RM) process and on the Enterprise Risk Management (ERM), by analysing all phases and activities (Brustbauer, 2016; Di Serio et.al., 2011; Henschel, 2009; Cantino, 2007).

The movement towards enterprise risk management (ERM) (COSO, 2004) has shifted the focus to a more holistic appreciation of risk. It highlights that appropriate risk-based controls need to be put in place to help ensure, as far as possible, that organizational objectives are achieved (Soin and Collier, 2013).

Consequently, the risk management process can be seen in a strategic way, because it is functional to the development of the company strategy and control (D'Onza, 2008; Coso Report, 2004). That aspect was first underlined by some researchers of Harvard University (Ansoff, 1965; Hofer and Schendel, 1978).

The risk management process deals with planning, organising, directing and controlling resources to achieve given objectives when unexpectedly good or bad events can happen (Head, 2009). Risk management is not just an important concern to individual organizations, it also provides a link between organizations and the environment in which they operate. Financial and environmental disasters affect multiple organizations and whole sections of society (Soin and Collier, 2013).

Giuseppe D'Onza (2008) underlines that risk management, as part of the internal control system of each company, is the key driver for value creation, competitiveness and profitability. Therefore risks should be assessed and managed properly through a process that involves all company functions and that can be divided into four phases: risk assessment, risk evaluation, risk management and reporting.

National and international studies highlight the immaturity with which companies and, in particular, SMEs face risks. The reasons for this immature approach can derive on the one hand from the lack of familiarity, the fear of change and additional costs that the implementation of a risk management system could result and, on the other, from the actual lack of awareness of the benefits that an integrated risk management system might have, not only in terms of prevention, but also as regards the opportunities (Marcelino-Sádaba et.al., 2014; Hiebl, 2013; Thun et.al., 2011).

Vargas-Hernandez (2011) underlined that a further motivation to support the implementation of risk management in SMEs is to protect innovative projects, which are fundamental to gain competitive advantage and succeed in the market, but necessarily involve risky decisions and activities.

Many studies instead focused on the role of risk management in SMEs and on the risk attitude of those companies (Gao et.al., 2013; Mutezo, 2013; Ellegaard, 2008; Gilmore et. al., 2004; Hollman, 1984).

Some other researchers concentrated on specific kinds of risk in SMEs and how they are managed (Poba-Nzaou, 2011; Sukumar et. al., 2011; Vickery, 2008).

We must underline that there is a different and critical approach towards risk management, which is represented by the research of Power.

The work of Michael Power (2004, 2007) raises a number of issues that are of particular interest for management accounting and control researchers as well as the roles of management accountants. There are two aspects that are particularly relevant: the side effects of risk management and the relationship between risk management and uncertainty: Power (2004, 2007) highlights the ‘risks of risk management’ and the emergence of ‘secondary’ or ‘defensive’ risk management.

He suggests that: “experts who are being made increasingly accountable for what they do are now becoming more preoccupied with managing their own risks” (Power, 2004, p.14).

Power argues that this “culture of defensiveness” (p. 14) can be seen in the ‘individualization’ of risk by various professionals – whereby, experts are becoming pre-occupied with managing their own risk which necessitates reflexive behaviour (Beck, 1992; Giddens, 1990). Further side effects include blame avoidance (Hood, 2002), fear of sanctions, legalization and the re-drawing of (organizational) boundaries that arguably may lead to a re-enforcing of the ‘box ticking’ culture.

In terms of risk management and uncertainty there have been substantial developments in organizational practice that focus on risk management and issues of governance, but the impact of risk and uncertainty has not been fully explored. Managers have always faced uncertainty, which is a central feature of any organizational setting. Power (2007) argues that when uncertainty is organised, it becomes a risk to be managed. The range of uncertainties deemed in need of management has significantly increased and includes threats such as operational risks, reputational risks and strategic risks. These changes have implications for management accountants in relation to the identification, monitoring, control and mitigation of risk and yet, the discourse of risk and the way it is managed is not always a feature of the wider management control framework in organizations.

As Power (2004) has argued, “secondary risks to an organization’s reputation are becoming as significant as the primary risks for which experts have knowledge and training” (p.14).

There has been a growing attention and a trend towards world-wide government regulation utilising risk-based regulatory approaches that focus on tighter internal control mechanisms.

In fact risk has also been cited in several laws, such as Legislative Decree 231/2001 in Italy or Bribery Act in the UK.

Moreover the risk approach is the basis in the statutory audit, where it was first introduced in the International Standards on Audit (ISA) and it was studied by several researchers (Bava, 2011; Marchi, 2004). In particular, Holm and Birkholm Laursen (2007) analysed thoroughly the changes of the role of the external auditor in corporate and risk governance, giving interesting perspectives.

Therefore our research fits into this framework.

This preliminary research and critical review of the literature on risk and risk management aims at laying the groundwork for further empirical studies.

We seek to close the gap in the literature review, as stated by Falkner and Hiebl (2015) and Verbano and Venturini (2013), by suggesting at first a theoretical basis and leading SMEs to understand the importance to implement and control the risk management process.

The ambitious aim is to try to convince SMEs to consider the opportunity to develop and implement an effective internal control system and a risk approach.

Moreover, with our research we try to underline that companies should pay attention to the role of risk culture within their business as creating corporate values, communicating them and training the employees should be some of the key drivers for the sustainability of each company.

## **5. Discussion**

Thanks to our critical review of the literature, we can notice that the concept of risk and its theorisations date back to early Nineties: these theories are not new.

In order to answer the first research question, we found that previous research underlines that risk is intrinsic to doing business because every company faces uncertainties that are strictly linked to corporate risks.

Over the past forty years, the business administration field of research has been deeply influenced by the American studies of management.

Researchers all over the world started concentrating on specific functions and areas. This attitude led to important developments in research.

As Zappa suggested to his students a long time ago, researchers should continue to build the *skyscraper* of business administration, step by step.

Our critical review of the literature aims at being the link between the past, with its traditional theories, and the future.

Riccardo Varaldo (2015; 2014) wrote that in order to play the new game of innovation, companies and researchers should use knowledge as one of

the inputs for the innovative processes that Italy can benefit from. The lack of strategic vision is one of the worst diseases for Italian companies.

As Bertini (1969) stated: *analysing the risk management process means to observing from a different point of view the business administration of each company, considered as a whole and a unique system.*

That is the basis of our work and the common answer to *RQ1* and *RQ2*.

We tried to grasp the meaning of this concept; if we want to find a managerial solution for SMEs to implement a proper risk management process, in our opinion, academics should help managers/owners to clearly understand what a company and its functions are.

And there emerges the significance of our title: *finding innovation in traditional theories.*

The only way to try to solve the crisis and to find an innovative tool is to start from the corporate governance and the internal control system (Brunetti, 2015; Coda, 2015; Sorci, 2014; Brunetti and Coda, 1994). We should focus on people, their culture and values (Caselli, 2012; Catturi, 1996).

Vittorio Coda (1967) underlines how the following paradigm,  
*governance* → *strategy* → *business management* →  
*objectives/results*

that derives from the studies of Zappa (1927), Onida (1951; 1954) and Masini (1955; 1961; 1970), can be considered by young researchers.

First of all everything starts from a sound and effective corporate governance and internal control system. Strategy and strategic planning can be set up only having in mind the final objectives and results that the company aims at obtaining. Anyway, in order to achieve the defined objectives and results, there emerges the need to have good business management.

Recently, Tiziano Onesti, Nunzio Angiola, Silvio Bianchi Martini, Stefano Garzella and Anna Lucia Muserra (2012) studied certain important stages of business life that present *extraordinary* management profiles and that usually involve a significant change of the governance arrangements, performance and value attributable to company assets.

Consequently, we should go back and consider the company as an economic and unique entity (Amaduzzi, 1953; Ferrero, 1987; Bertini, 1990; Brusa et. al., 2013). This is the only way for governance boards to have a complete overview of the business.

In the case of SMEs, owners and managers might concentrate on the several relationships and influences that can be found in a company. They should find the *equilibrium* (Marchi, 2014; Ferrero, 1987; Brusa et. al., 2013).

And as we mentioned above, the analysis of risks, carried out in a systematic and formalised way, can help every SME find problems in specific areas and solve them with specific actions.

The risk management process, in a strategic perspective, can monitor every single risk in every single function or process (Bromiley et. al., 2015). It is a transverse, dynamic and effective process, which helps develop appropriate communication and training among the employees (Coso, 2004; Sole 24Ore, 2016).

After having in mind these theoretical bases, the practical implications are much easier to understand.

As underlined by the Global Management Accounting Principles, elaborated by the Chartered Institute of Management Accountants (CIMA) and the American Institute of CPAs (AICPA), the best approach to deal with business risks has its fundamental element in an effective communication and training. The risk culture and framework should be communicated to and understood by all employees and business partnerships. Risk information is used to support the organisation's rapid response capability to prevent an incident escalating into a crisis.

Employees should have a high awareness of reputational risk and its implications for the organisation's activities and information flows.

We tried to take the cue of the study of Holm and Birkholm Laursen (2007), who suggested researchers to analyse the interactions between internal control and risk management. But we tried to do more, by connecting this process with the entire functioning of a company.

As Giovanni Ferrero stated in *Impresa e Management* (1987), the principles of management do not have a normative content, but they can contribute to build a theory of business administration. In order to be valid, such theory should suggest appropriate ways of thinking that might help set up concrete problems.

And our ambition is to suggest an appropriate way of thinking, starting from the combination of both past and present theories, with the final aim to find a solution that might lead SMEs to implement an effective risk management process.

## **6. Conclusion and perspectives**

Our critical review of the literature can be considered as an attempt to develop an agenda for further research on the role of risk management in SMEs.

By analysing theories and perspectives of the most important national and international researchers with a deductive approach, we tried to draw some

considerations about how SMEs should rethink their internal control system and risk management. We investigated what theoretical bases academics should refer to in order to support the development of a sound and effective corporate governance and internal control system.

Therefore, thanks to our brief literature review, we underline that the solution to implement a proper risk management function and improve the right corporate culture and values in each company is to go back to *tradition*.

Traditional theories bring innovation because we should concentrate on the company as a complex and dynamic system, with a process overview. Therefore we need to start from the old theories on business administration, those that can be considered as dogmatic because they do not need further demonstration and which generated business administration as an independent field of research.

As Zappa suggested to his students a long time ago, researchers should continue to build the *skyscraper* of business administration, step by step.

Afterwards, Bertini (1969) stated: *analysing the risk management process means observing from a different point of view the business administration of each company, considered as a whole and a unique system*.

Professor Coda underlined that the only way to try to solve the crisis and to find an innovative tool is to start from the corporate governance and the internal control system (Coda, 2015). Therefore we should focus on people, their culture and values (Caselli, 2012).

These are the main points and the core of our research.

The *risk blindness* of several SMEs can be solved only thanks to a correct risk culture that has to be communicated and spread throughout the company.

Our study would be the basis to build a theory which aim is to suggest appropriate ways of thinking that might help set up concrete problems. In particular, starting from the combination of both past and present theoretical bases, the final aim is to find a solution that might lead SMEs to implement an effective risk management process. Therefore, concentrating on risk management would be a way to *find innovation in traditional theories*, a way to start rethinking the concept of *company* and its functioning.

Without these theoretical bases, it would be difficult to follow the suggestion of Philip Bromiley, Michael McShane, Anil Nair and Elzotbek Rustambekov (2015), who argue that "to contribute to the ongoing risk management discussion, management scholars need to take a more prescriptive stance and pay more attention to the effectiveness of different practices and activities".

As mentioned above, in 2014 the Chartered Institute of Management Accountants (CIMA) and the American Institute of CPAs (AICPA)

elaborated four Accounting Principles that suggest an approach to deal with business risks. In particular the fundamental element is an effective communication and training. The risk culture and framework should be communicated to and understood by all employees and business partnerships.

A risk framework has to be consistent with the organisation's strategy, business model, ethical values. Risk management is embedded in the management accounting function and is integrated with the performance management system.

The board of directors can be supported in its risk governance responsibilities through the provision of high-quality information on the organisation's principal risks and risk management system. This is together with other relevant information on the external environment and key warning signs, such as excessive complexity or a weak challenge culture.

Every company should provide confidence to its stakeholders that risks are being managed properly through insightful reporting on risks and uncertainties (the 'what') and its risk management and control systems (the 'how').

Therefore our literature review might have several implications for both professionals and academics.

With our study we aim at suggesting that in order to run a company, it is fundamental to have theoretical bases in the field of business administration and risk management. Professionals, directors, CEO and managers might manage their company processes, fraud and bribery risks in a different way and put into practice some guidelines deriving from practical reports as best as possible.

Our contribution to the literature is related to the ambition to underline an appropriate way of thinking, starting from the combination of both past and present theories, with the final aim to find a solution that might lead SMEs to implement an effective risk management process.

As regards the limits of our research, first of all, this study represents the first step of a far deeper analysis. As mentioned above, our work is a preliminary critical review of the literature on risk and on the problem of implementing a risk management process in SMEs.

Therefore our concluding remarks should be empirically studied and tested by a group of companies. Consequently one of the possible future developments could be some qualitative research based on a multiple-case study or we could try to test if there is a managerial solution for SMEs to implement the RM process, maybe by starting from a general obligation of compliance.

Perspectives for further research in the interrelationships between risk and control issues of corporate governance of SMEs are abundant.

As being part of the group of researchers in the business administration field, we should consider the perspectives also for companies and in particular for the small and medium ones. In a stakeholders' view of corporate governance, we should not forget that every company should pay attention to stakeholders' needs. Stakeholders demand quality, reliability and transparency. This is the reason why researchers should help SMEs understand the importance and the role of an effective internal control system and risk management process.

### References

- Amaduzzi, A. (1953). L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni, *Unione tipografico-editrice torinese*, Torino
- Amaduzzi, A. (1961). La pianificazione nell'economia dell'azienda industriale. *Giappichelli*, Torino
- Ansoff, R.H. (1965). Corporate strategy. *McGraw-Hill*, New York
- Bava, F. (2011). Revisione legale e collegio sindacale. L'applicazione dei principi di revisione nelle PMI. *Giuffrè*, Milano
- Beck, U. (1992). Risk Society: Towards a New Modernity., *Sage*, London
- Bernoulli, D. (1954). Exposition of a new theory on the measurement of risk. *Econometrica*, 22(1), 23-36.
- Bertini, U. (1969). Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale., *Cursi Editore*, Pisa
- Bertini, U. (1987). Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale., *Giuffrè*, Milano
- Bertini, U. (1990). Il sistema d'azienda. Schema di analisi., Studi di Economia e Politica Aziendale, *Giappichelli*, Torino
- Bromiley, P., McShane, M., Nair, A., Rustambekov, E. (2015). Enterprise Risk Management: Review, Critique, and Research Directions, *Long Range Planning*, 48 (2015), 265-276
- Brunetti, G. (2015). Il mio rapporto con l'economia d'azienda. In Economia aziendale. Com'era e com'è. *Egea*, Milano
- Brunetti, G., & Coda, V. (1994). Economia aziendale., *Il Mulino*, Bologna
- Brusa, L. (2012). Sistemi manageriali di programmazione e controllo, *Giuffrè*, 2<sup>a</sup> Edizione, Milano
- Brusa L. et. al. (2013). Lezioni di economia aziendale, *Giappichelli*, Torino
- Brustbauer, J. (2016). Enterprise risk management in SMEs: Towards a structural model., *International Small Business Journal*, 34(1), 70-85

- Cantino, V., (2007), Corporate Governance, Misurazione delle performance e compliance del sistema di controllo interno, *Giuffrè*, Milano
- Capaldo, P. (1965). La programmazione aziendale. *Giuffrè*, Milano
- Caselli, L. (2012). La vita buona nell'economia e nella società. *Edizioni Lavoro*, Roma
- Catturi, G. (1996). Cultura aziendale e strumenti per il controllo della gestione: il caso Italia. *Quaderni Senesi di di Economia aziendale e di Ragioneria*, Siena
- Chapman, C.B., Cooper, D.F. (1983). Risk engineering: Basic controlled interval and memory models. *Journal of the Operational Research Society*, 34(1), 51-60.
- Chessa, F. (1929). La teoria economica del rischio e dell'assicurazione., Vol. I, *Cedam*, Padova
- Chartered Institute of Management Accountants (CIMA) and the American Institute of CPAs (AICPA). (2014). Global Management Accounting Principles, <http://www.cgma.org/resources/reports/pages/globalmanagementaccountingprinciples.aspx?TestCookiesEnabled=redirect> [Last accessed June 15, 2016]
- Coda, V. (1967). Proprietà, lavoro e potere di governo dell'impresa, *Giuffrè*, Milano
- Coda, V. (2015). L'economia aziendale: un grattacielo di cui si sono poste le fondamenta e costruiti i primi piani. In *Economia aziendale. Com'era e com'è*. *Egea*, Milano
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), (1992). Internal Control — Integrated Framework, <http://www.coso.org/guidance.htm> [Last accessed June 18, 2015]
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), (2004). Enterprise Risk Management - Integrated Framework, Vol. 2. <http://www.coso.org/erm-integratedframework.htm> [Last accessed June 18, 2015]
- Corsani, G. (1941), La gestione delle imprese mercantili e industriali., *Cedam*, Padova
- Di Serio, L.C., & de Oliveira, L.H., & Siegert Schuch, L.M., (2011). Organizational Risk Management: A Study Case in Companies that Have Won the Brazilian Quantity Award Prize. *Journal of Technology Management & Innovation*, 6(2), 230-243.
- D'Onza, G. (2008). Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management. *Giuffrè*, Milano

- Easterby-Smith, M., Thorpe, R., Lowe, A. (2002). *Management Research – An Introduction*, Sage Publications, London
- ecoDa. (2010), *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, ecoDa publishing, Brussels, [www.ecoda.org](http://www.ecoda.org)
- Ellegaard, C. (2008). Supply risk management in a small company perspective, *Supply Chain Management: An International Journal*, 13(6), pp. 25-434.
- Falkner, E.M. & Hiebl, M.R.W. (2015). Risk management in SMEs: a systematic review of available evidence., *The Journal of Risk Finance*, 16(2), 122 - 144
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm., *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and control., *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325
- Ferrero, G. (1968). *Istituzioni di economia d'azienda*. Giuffrè, Milano
- Ferrero, G. (1987). *Impresa e Management*. Giuffrè, Seconda Edizione, Milano
- Fisher, I. (1919). *Nature of capital and income*. MacMillan, New York
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management - A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing, Boston
- Gao, S.S., & Sung, M.C. & Zhang, J. (2013). Risk management capability building in SMEs: A social capital perspective, *International Small Business Journal*, 31(6), pp. 677-700.
- Giannessi, E. (1960). *Le aziende di produzione originaria - Le aziende agricole*. Vol. I., C. Cursi, Pisa
- Giddens, A. (1990), *The Consequences of Modernity*., Polity, Cambridge.
- Gilmore, A., & Carson, D. & O'Donnell, A. (2004). Small business owner-managers and their attitude to risk., *Marketing Intelligence & Planning*, 22(3), pp. 349-360.
- Gobbi, U. (1919). *Trattato di Economia*, Società editrice Libreria, Milano
- Hardy, C.O. (1931). *Risk and Risk-bearing*., The University of Chicago Press, Chicago
- Head, L.G. (2009). *Risk Management – Why and How*. International Risk Management Institute, Dallas, Texas.
- Henschel, T. (2009). *Implementing a Holistic Risk Management in Small and Medium Sized Enterprises (SMEs)*. Edinburgh Napier University School of Accounting, Economics & Statistics, UK. <http://sbaer.uca.edu/research/icsb/2009/paper173>
- Hiebl, M.R.W. (2013). Risk aversion in family firms: what do we really know?., *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 49-70.

- Hofer, C.W., & Schendel, D. (1978). *Strategy Formulation: Analytical Concepts*, West Publishing Co., St. Paul
- Hollman, K. W., & Mohammad-Zadeh, S. (1984). Risk Management in Small Business., *Journal of Small Business Management*, 22(1), 7-55.
- Holm, C., & Birkholm Laursen, P. (2007). Risk and Control Developments in Corporate Governance: changing the role of the external auditor?. *Corporate Governance: An International Review.*, 15(2), 322-333
- Hood, C. (2002). The Risk Game and the Blame Game. *Government and Opposition*, 37(1), 15-37. Doi: 10.1111/1477-7053.00085
- ISO - International Organisation of Standardisation (2009). ISO 31000, Principles and generic guidelines on risk management. <http://www.iso.org> [Last accessed May 31, 2016]
- ISO - International Organisation of Standardisation (2016). ISO 31000: Risk management – A practical guide for SMEs. <http://www.iso.org> [Last accessed May 31, 2016]
- Jensen, M.C., & Mackling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, agency costs and ownership structure., *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Kaplan, R. S., & Mikes A. (2012). Managing Risks: A New Framework., *Harvard Business Review*, 90(6), 16 pp.
- Knight, F.H. (1921), Risk, Uncertainty and Profit., Hart, Schaffner & Marx; *Houghton Mifflin Co.*, Boston
- Legislative Decree 8 June 2001, n. 231, Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300.
- Marcelino-Sádaba, S., & Pérez-Ezcurdia, A., & Echeverría Lazcano, A.M. & Villanueva, P. (2014). Project risk management methodology for small firms., *International Journal of Project Management*, 32(2), 327-340.
- Marchi, L. (2004). Revisione aziendale e sistemi di controllo interno, *Giuffrè*, Milano
- Marchi, L. (2014). Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Nona edizione, *Giappichelli*, Torino
- Masini, C. (1955). Dinamica economica nei sistemi dei valori di azienda: valutazioni e rivalutazioni, *Giuffrè*, Milano
- Masini, C. (1961). L'ipotesi e l'economia di azienda, *Giuffrè*, Torino
- Masini, C. (1970). Lavoro e Risparmio, *UTET*, Milano

- Meredith, J. (1993). Theory building through conceptual methods, *International Journal of Operations & Production Management*, 13, 3–11.
- Mutezo, A. (2013). Credit rationing and risk management for SMEs: the way forward for South Africa., *Corporate Ownership & Control*, 10(2), 153-163.
- NedCommunity (2015). Principi di Corporate Governance delle PMI non quotate., *Ned Community publishing*, Milano, [www.nedcommunity.com](http://www.nedcommunity.com) [Last accessed: April 30, 2016]
- Oberparleiter, K. (1955). Funktionen und Risiken des Warenhandels, *Spaeth & Linde*, Wien
- OECD (2006), Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets, *OECD Publishing*, Paris
- OECD (2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, *OECD Publishing*, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Onesti, T., & Angiola, N., & Bianchi Martini, S., & Garzella, S., & Muserra, A.L. (2012). Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore. Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto., *Franco Angeli*, Milano
- Onida, P. (1951). Le discipline economico-aziendali. *Giuffrè*, Milano
- Onida, P. (1954). L'azienda. Primi principi di gestione e di organizzazione. *Giuffrè*, Milano
- Poba-Nzaou, P. & Raymond, L. (2011). Managing ERP system risk in SMEs: A multiple case study., *Journal of Information Technology*, 26(3), 170-192.
- Power, M. (2004). The risk management of everything : rethinking the politics of uncertainty. *Demos*, London
- Power, M. (2007). Organized uncertainty : designing a world of risk management. Oxford ; *Oxford University Press*, New York
- Sassi, S. (1940). Il sistema dei rischi d'impresa., *Vallardi*, Milano
- Saunders, M., & Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). Research Methods for Business Students. Fifth edition, *Pearson Education Limited*, Harlow
- Soin, K., & Collier, P. (2013). Risk and risk management in management accounting and control, *Management Accounting Research*, 24(2), 82–87
- Soltani, B., & Maupetit, C. (2013). Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes. *Journal of Management and Governance.*, 19, 259-284, DOI 10.1007/s10997-013-9259-4
- Sorci, C. (2014). Lezioni di economia aziendale., Seconda edizione, *Giuffrè*, Milano

- Spencer, M., & Siegelman, L. (1964). *Managerial Economics. Decision Making and forward planning.* Irvin, Homewood.
- Srivastava, S.K. (2007). Green supply-chain management: A state-of-the-art literature review., *International Journal of Management Reviews*, 9(1), 53-80, DOI: 10.1111/j.1468-2370.2007.00202.x
- Sukumar, A., & Edgar, D. & Grant, K. (2011). An investigation of e-business risks in UK SMEs., *World Review of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 7(4), 380-401.
- The Bribery Act 2010. Guidance about procedures which relevant commercial organisations can put into place to prevent persons associated with them from bribing. (2010), UK Ministry of Justice
- Thun, J.H., & Drüke, M., & Hoenig, D. (2011). Managing uncertainty – an empirical analysis of supply chain risk management in small and medium-sized enterprises., *International Journal of Production Research*, 49(18), 5511-5525.
- Varaldo, R. (2015). L'economia aziendale italiana a una svolta. In *Economia aziendale. Com'era e com'è.* Egea, Milano
- Varaldo, R. (2014). La nuova partita dell'innovazione. Il futuro dell'industria in Italia, *Il Mulino*, Bologna
- Vargas-Hernandez, J.G. (2011). Modelling Risk and Innovation Management. *Advances in Competitiveness Research*, 19 (3-4), 45-57.
- Various Authors. (2016). La gestione dei rischi nelle PMI. Come rilevare, classificare, misurare e gestire i rischi nelle PMI. *Gruppo 24 Ore*, Milano
- Verbano, C., & Venturini, K. (2013). Managing risks in SMEs: A Literature Review and Research Agenda. *Journal of Technology Management & Innovation*, 8(3), 186-197
- Vickery, J. (2008). How and why do small firms manage interest rate risk?, *Journal of Financial Economics*, 87(2), 446-470.
- Willet, A.H. (1901). The economic theory of risk and insurance, in *Studies in History, Economics and Public Law.*, Vol. XIV, The Columbia University Press, New York
- Zappa G., (1927). Tendenze nuove negli studi di ragioneria, discorso inaugurale dell'anno accademico 1926-27 nel R. Istituto Superiore di Scienze economiche e commerciali di Venezia
- Zappa G., (1956). *Le produzioni nelle economie delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano
- Zurich (2012). SMEs and Risk in 2020. Business & Risk implications of a shifting landscape., [www.zurich.co.uk](http://www.zurich.co.uk) [Last accessed: May 27, 2016]
- Zurich (2012). Adapting in Tough Times: the growing resilience of UK SMEs, [www.zurich.co.uk](http://www.zurich.co.uk) [Last accessed: May 27, 2016]

World Trade Organisation (2013). Global value chains in a changing world.  
*WTO Publications*, Geneva

# LE RELAZIONI TRA LE CARATTERISTICHE DI GOVERNANCE E IL *RISK PROFILE* NELLE AZIENDE FAMILIARI: EVIDENZE DAL CONTESTO ITALIANO

Pierluigi Martino, Alessandra Rigolini, Giuseppe D'Onza<sup>1</sup>

## 1. Introduzione

L'obiettivo di questo contributo è quello di andare ad investigare la relazione che sussiste tra le caratteristiche di governance e il *risk profile* nelle aziende familiari. Al fine di esplorare tale relazione, abbiamo condotto un'analisi su un campione di aziende familiari italiane quotate in borsa.

Negli ultimi anni, numerosi sono gli studi focalizzati sul tema delle aziende familiari (Hiebl, 2012). In Italia, così come in tutto il mondo, le aziende familiari rappresentano un modello organizzativo dominante in grado di svolgere un ruolo fondamentale per lo sviluppo di un Paese, contribuendo alla creazione di ricchezza e al progresso economico e sociale (Zahra, 2005; Miller et al., 2014). Come emerge da uno studio condotto dall'AIDAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari), si stima che in Italia le aziende familiari siano circa 784.000, pari ad oltre l'85% del totale aziende, e rappresentano numericamente circa il 60% del mercato azionario italiano. Inoltre, si stima che pesino in termini di occupazione circa il 70%.

Nella dottrina nazionale ed internazionale le aziende familiari sono state studiate, principalmente, in relazione alle performance (Minichilli et al., 2010; Zattoni et al., 2015), alle caratteristiche di governance (Siebels e Knyphausen-Aufseb, 2012) e al loro profilo strategico (Essen et al., 2015). Inoltre, in letteratura esistono numerosi lavori che analizzano il profilo di rischio delle aziende familiari.

Il profilo di rischio può essere definito come l'ammontare complessivo di rischio che un'azienda si assume in un determinato momento, per perseguire il proprio fine istituzionale (D'Onza, 2008; Dittmeier, 2015). Esso è il risultato di un insieme di decisioni fondamentali che riguardano il profilo strategico dell'azienda e il suo business model e di scelte relative alla gestione operativa (Bertini, 1987; Dezzani, 1971). Rappresenta un momento fondamentale della valutazione dell'attività di governo e costituisce un elemento chiave nel processo di controllo strategico (Paolini, 1993; Bianchi Martini, 2009).

---

<sup>1</sup> Università di Pisa.

Il profilo di rischio può variare da impresa a impresa e, per la stessa impresa, può modificarsi nel tempo, in conseguenza del combinarsi di diversi fattori (Bertini, 1987). Inoltre, sempre all'interno della stessa azienda, è possibile individuare differenze nella propensione al rischio tra i diversi soggetti dell'organizzazione. Per esempio, Brennan (2006) riconosce l'esistenza di differenze tra il *risk appetite* degli azionisti rispetto a quello degli amministratori. In particolare, gli azionisti possono avere una maggior propensione al rischio in conseguenza della possibilità di diversificare i loro investimenti; al contrario, i manager possono dimostrare un livello di *risk appetite* inferiore in quanto il loro successo dipende dalla sopravvivenza della singola azienda all'interno della quale lavorano. Il *risk appetite* che individua il livello di rischio desiderato può condizionare le decisioni strategiche e, conseguentemente, il livello di *risk profile*. Quindi, il profilo di rischio che un'azienda si assume può dipendere da diversi fattori (Wang e Poutziouris, 2010), alcuni sotto il controllo dell'azienda, altri scarsamente governabili in quanto riflettono condizioni esterne (Galeotti e Garzella, 2013).

I diversi studi presenti nella letteratura sul *risk profile* delle aziende individuano nelle caratteristiche di corporate governance, nell'ambiente esterno in cui l'azienda opera e nelle caratteristiche personali dei *decision makers*, i principali fattori in grado di influenzare l'ammontare complessivo di rischio che l'azienda assume (Kim e Buchanan, 2008). In particolare, per quanto riguarda le aziende familiari, molti studi si sono focalizzati principalmente sulla presenza della famiglia negli organi decisionali e su alcune caratteristiche di governance, nel tentativo di comprendere se il profilo di rischiosità delle aziende familiari può dipendere dal grado di coinvolgimento della famiglia nel business.

Per esempio, alcuni studiosi hanno rilevato che il coinvolgimento della famiglia nella struttura proprietaria e nel management dell'azienda comporta una maggiore propensione al rischio (Zahra, 2005). Altri studi invece mostrano che le aziende familiari sono più avverse al rischio rispetto alle aziende non familiari (Naldi et al., 2007; Su e Lee, 2013; Huybrechts et al., 2013). Infine, Gomez – Mejia et al., (2007) e Gomez – Mejia et al., (2010) hanno messo in evidenza come il profilo di rischio delle aziende familiari possa dipendere da fattori di contesto sia interni che esterni all'azienda, quali ad esempio il grado di controllo della famiglia sul business, il grado di competitività del contesto in cui l'azienda opera.

Nonostante i numerosi studi sul tema i risultati sono contrastanti e ad oggi, il dibattito sul profilo di rischio delle aziende familiari è ancora aperto. Il nostro articolo contribuisce a questo filone di ricerca svolgendo l'analisi

su un campione di aziende familiari appartenenti al contesto italiano, con l'obiettivo di investigare come alcune caratteristiche di corporate governance influiscano sul profilo di rischio assunto dall'organizzazione. In particolare, sulla base della *stewardship theory* (Davis et al., 1997) e la *socioemotional wealth perspective* (Gomez – Mejia et al., 2007) ipotizziamo che il grado con cui la famiglia controlla il processo decisionale dell'azienda, i passaggi generazionali e la presenza di investitori istituzionali possano influenzare la propensione al rischio dell'azienda, misurata tramite l'indicatore TobinQ. Basandoci sulla letteratura precedente, il grado di coinvolgimento della famiglia è misurato attraverso tre variabili: la percentuale di azioni detenuta direttamente o indirettamente, l'identità familiare o meno del CEO e la presenza di CEO duality.

L'articolo è strutturato come segue: nella sezione successiva presentiamo una review della letteratura sul tema e sviluppiamo le nostre ipotesi. Nella terza sezione descriviamo il campione e la metodologia utilizzata per la nostra analisi. Infine, nelle ultime due sezioni presentiamo i risultati empirici dell'analisi e le conclusioni del nostro studio.

## **2. Analisi della letteratura ed ipotesi di ricerca**

### **Il profilo di rischio delle aziende familiari**

La review sistematica della letteratura sul tema della propensione al rischio delle imprese condotta da Hielb (2012) evidenzia che, nel corso dell'ultimo ventennio, numerosi studi empirici hanno confrontato il livello di esposizione al rischio delle aziende familiari rispetto alle aziende non familiari.

I risultati delle ricerche condotte sono tra loro contrastanti. La maggior parte degli studi evidenzia una minore propensione al rischio da parte delle aziende familiari rispetto a quelle non familiari (Naldi et al., 2007; Su e Lee, 2013; Huybrechts et al., 2013). Esistono tuttavia delle ricerche che pervengono a risultati opposti, rilevando che nelle aziende familiari la propensione al rischio è superiore rispetto a quelle non familiari (Aldrich e Cliff, 2003; Zahra, 2003; 2005).

La maggior parte degli studi che sostiene che le aziende familiari sono meno propense al rischio delle aziende non familiari trova il suo fondamento teorico nella teoria dell'agenzia (Fama e Jensen, 1983), secondo la quale un'alta concentrazione proprietaria influisce in maniera negativa sulla propensione al rischio dell'azienda. Questo avviene perché nelle aziende familiari in cui la proprietà è concentrata, pochi soggetti sopporterebbero le perdite derivanti dal fallimento di strategie più aggressive e ciò scoraggia gli investimenti ad alto rischio. Dunque, nelle aziende familiari, in cui è la

famiglia a sopportare il maggior onere finanziario, si ha un più basso profilo di rischio rispetto alle aziende in cui la proprietà è dispersa. Huybrechts et al. (2013) affermano che un *risk profile* più basso nelle aziende familiari può trovare giustificazione non solo in una prospettiva *agency*, ma anche secondo una prospettiva *socioemotional* (Gomez-Mejia et al., 2007). La *socioemotional wealth perspective* sostiene che, in generale, le aziende familiari mirano a raggiungere obiettivi di carattere non finanziario. Tali obiettivi si riferiscono alla difesa della reputazione della famiglia, al mantenimento del controllo dell'azienda, alla sicurezza del lavoro per le generazioni successive che, costituiscono degli aspetti particolari di una finalità più ampia, che loro chiamano ricchezza socio-emotiva. Il perseguimento di questi obiettivi porta l'azienda ad avere un basso profilo di rischio in quanto l'interesse principale della famiglia è la sopravvivenza dell'azienda e la protezione della propria ricchezza socio-emotiva.

Come accennato precedentemente, alcuni studi hanno rilevato che il coinvolgimento della famiglia porta l'azienda a intraprendere strategie caratterizzate da un elevato profilo di rischio (Aldrich e Cliff, 2003; Zahra, 2003; 2005). Per esempio, lo studio di Zahra (2005) condotto su un campione di 209 aziende familiari statunitensi del settore manifatturiero, suggerisce che la presenza della famiglia nella proprietà e nel board dell'azienda promuove l'imprenditorialità e quindi una maggiore assunzione di rischi. Anche tale studio trova il suo fondamento teorico nella teoria dell'agenzia, ma evidenziando, in modo opposto rispetto ai precedenti lavori, come una struttura proprietaria concentrata nelle mani di una sola famiglia assicuri un allineamento degli interessi tra proprietà e azienda. Questi interessi spesso corrispondono ad obiettivi di lungo periodo, sia in termini di sopravvivenza dell'azienda, sia in termini di massimizzazione della ricchezza della famiglia, favorendo quindi lo sviluppo di iniziative di imprenditorialità interna e una maggiore propensione al rischio (Zahra, 2003; 2005).

Un ulteriore ed importante contributo sul tema è quello di Gomez-Mejia et al. (2007), che fornisce una differente argomentazione per spiegare i risultati contrastanti presenti in letteratura. Sulla base del costrutto teorico offerto dalla *behavioral agency theory*, gli autori sostengono che l'obiettivo ultimo delle aziende familiari è la creazione ed il mantenimento della "ricchezza socio emotiva". Creare e mantenere "ricchezza socio emotiva" significa, per l'azienda-famiglia, mantenere il controllo sull'azienda, creare lavoro per i propri membri, proteggere la propria immagine non tanto per ragioni economiche quanto per ragioni di natura sociale e psicologica (Sciascia, 2011). Di conseguenza, le aziende familiari, al fine di salvaguardare la propria ricchezza, tendono ad evitare strategie rischiose.

Tuttavia, al fine di mantenere il controllo sull'azienda, talvolta, la famiglia potrebbe avere la necessità di intraprendere iniziative rischiose. Per esempio, nel momento in cui la famiglia percepisce una potenziale perdita del controllo sull'azienda, per evitare questa perdita è disposta a intraprendere azioni con un profilo di rischio più elevato. Gli autori spiegano, così, questa doppia e differente attitudine delle aziende familiari nei confronti del rischio: accanto ad un generale interesse nel preservare la ricchezza socio-emotiva con comportamenti poco rischiosi, le aziende familiari possono talvolta trovarsi di fronte alla necessità di intraprendere iniziative caratterizzate per un più elevato profilo di rischio, strumentali alla creazione e mantenimento della stessa ricchezza socio-emotiva. In sintesi, nel loro studio compiuto su un campione di 1.237 aziende familiari del sud della Spagna, Gomez-Mejia et al. (2007) mostrano che le aziende familiari possono essere contemporaneamente avverse al rischio o propense al rischio. Tale doppia propensione dipende sia dal contesto in cui l'azienda opera, sia dalla situazione in cui l'azienda si trova.

Hielb (2012), nel suo articolo, sintetizza, inoltre, i diversi fattori in grado di influenzare il *risk profile* delle aziende familiari. Questi fattori vengono raggruppati in cinque categorie: (i) il grado di coinvolgimento della famiglia nei processi decisionali e gestionali dell'azienda; (ii) le caratteristiche dell'ambiente esterno e il livello di competizione del contesto in cui l'azienda opera; (iii) gli obiettivi aziendali e personali e il comportamento dei membri della famiglia all'interno dell'azienda; (iv) le caratteristiche individuali dei manager, in termini di attributi personali del CEO (caratteristiche socio-demografiche, esperienza, ecc.); (v) le caratteristiche dell'azienda, con riferimento ad esempio alla dimensione, al numero di amministratori, il livello di concentrazione della proprietà e così via.

Hielb rileva che la maggior parte dei contributi in materia si sono focalizzati principalmente sullo studio dei fattori relativi alle caratteristiche dell'azienda, con particolare riferimento alle peculiarità dei meccanismi di governance adottati nelle imprese familiari ed il loro impatto sul profilo di rischio.

Anche nel nostro studio l'attenzione si focalizza su come alcune variabili specifiche di governance delle aziende familiari possono impattare sul profilo di rischio dell'azienda, contribuendo al dibattito ancora aperto e cercando di individuare fondamenti teorici in grado di fornire risposte univoche. A tal proposito, nel proseguo del lavoro, utilizzando come prospettiva di analisi la *stewardship theory* (Davis et al., 1997) e la *socioemotional wealth perspective* (Gomez-Mejia et al., 2007) svilupperemo le nostre ipotesi di ricerca. Nello specifico, concentriamo la nostra analisi su

quattro variabili che ci aspettiamo influenzino il profilo di rischio assunto dall'azienda familiare: la percentuale di azioni possedute dalla famiglia, la presenza di un CEO familiare, la presenza di investitori istituzionali e il livello generazionale dell'azienda familiare.

### **Proprietà e management familiare e profilo di rischio dell'azienda**

Numerose ricerche indicano che la struttura proprietaria di un'azienda influenza in maniera significativa le scelte strategiche che essa intraprende (Huybrechts et al., 2013). Quindi, nelle aziende familiari, la famiglia che detiene il controllo è in grado di influenzare le scelte strategiche e, di conseguenza, il profilo di rischio che l'organizzazione si assume (Zahra, 2003; Huybrechts et al., 2013; Rigolini, 2013). Alcuni autori sostengono che le aziende familiari rappresentano una forma organizzativa in cui gli interessi della proprietà e dell'azienda sono allineati in quanto viene a mancare il tipico conflitto tra principale e agente presente in altri tipi di organizzazione (Zahra, 2005). Tale allineamento di interessi si manifesta soprattutto quando a gestire l'azienda è un manager-proprietario ovvero, quando il soggetto che gestisce l'azienda fa parte anche della proprietà. Quando il manager si identifica con la propria organizzazione, egli si comporta come *steward* dell'azienda (Davis et al., 1997). Nello specifico, secondo la *stewardship theory* (Davis et al., 1997) gli *steward* mettono da parte gli interessi personali per raggiungere gli obiettivi dell'azienda (come la crescita delle vendite, la redditività ecc.). Infatti, obiettivo dello *steward* è proteggere e massimizzare la ricchezza degli azionisti attraverso la performance dell'azienda perché così facendo, la funzione di utilità dello *steward* è massimizzata.

L'altruismo e l'identificazione del manager con l'azienda e l'orientamento verso obiettivi di lungo periodo, sono caratteri ritenuti fondamentali nella prospettiva della *Stewardship theory* e si ravvisano comunemente all'interno delle aziende familiari. Nelle aziende familiari infatti, i membri della famiglia sono visti come *steward* dell'azienda, disposti a mettere da parte i loro interessi per l'interesse generale dell'organizzazione (Corbetta e Salvato, 2004; Eddlestone et al., 2008). Quindi, la famiglia "*steward*" agisce per massimizzare la performance dell'azienda, in quanto in questo modo massimizza la sua funzione di utilità.

Inoltre, numerose ricerche presenti in letteratura mostrano che gli interessi della famiglia si traducono non solo in obiettivi di natura finanziaria come la crescita delle vendite o l'alta redditività ma anche e soprattutto in obiettivi di natura non finanziari (o, cosiddetti, socio emotivi) di lungo periodo, come ad esempio la volontà di avere il controllo sul business, la protezione della reputazione e l'immagine della famiglia (Lamboglia e

D'Onza, 2013), la creazione di lavoro per i membri della famiglia e le future generazioni, e così via (Gomez-Mejia et al., 2007). I diversi studi sul tema sostengono che nelle aziende familiari l'interesse primario è mantenere il controllo sul business proprio per salvaguardare questo tipo di ricchezza. Dato che la prevalenza di alcuni obiettivi rispetto ad altri può generare una diversa propensione al rischio, l'orientamento della famiglia verso obiettivi di natura non finanziaria può portare l'azienda ad intraprendere azioni conservative e di conseguenza ad avere un basso profilo di rischio. Tuttavia, lo studio di Gomez-Mejia et al., (2007) mostra al tempo stesso che la maggiore o minore propensione al rischio dell'azienda dipende dal contesto in cui l'azienda opera e dalla situazione in cui l'azienda si trova. Quindi, l'interesse della famiglia a mantenere il controllo sull'azienda e preservare la propria ricchezza può anche portare l'azienda ad assumersi più rischio. Per esempio, in un contesto come quello attuale, caratterizzato da un mercato altamente incerto e in rapida evoluzione, per sopravvivere le aziende sono costrette ad intraprendere strategie di innovazione, di internazionalizzazione, di sviluppo di nuovi business e quindi ad assumersi un maggiore rischio (Davis et al., 1997; Naldi et al., 2007).

L'orientamento verso obiettivi di lungo periodo, l'altruismo e l'identificazione del manager con l'azienda, creano un contesto che incoraggia una maggiore imprenditorialità e l'adozione di comportamenti proattivi e innovativi (Davis et al., 1997; Zahra, 2003; Corbetta e Salvato, 2004; Rigolini, 2013). Dunque, sulla base della *stewardship theory* e della *socioemotional wealth*, ipotizziamo che la presenza forte della famiglia nella proprietà e nella gestione dell'azienda, porta l'azienda ad assumersi un profilo di rischio elevato (Zahra, 2003; Sciascia et al., 2012). L'obiettivo della famiglia "*steward*" è massimizzare la performance dell'azienda, perché questo permette alla famiglia stessa di assicurarsi il mantenimento del controllo sul business e contemporaneamente di soddisfare gli interessi generali dell'azienda e quindi degli altri azionisti. Di conseguenza, la famiglia è incentivata ad assumersi un maggior rischio se questo assicura una massimizzazione del valore dell'azienda, crea opportunità di lavoro per gli altri membri della famiglia, le future generazioni e assicura il mantenimento del controllo sull'azienda (Zahra, 2005; Gomez-Mejia et al., 2007; Eddlestone et al., 2008).

Sulla base delle considerazioni svolte sopra, sviluppiamo le nostra prima ipotesi:

Ipotesi 1: *Una presenza forte della famiglia nella proprietà e nella gestione dell'azienda, è positivamente correlata a un più alto profilo di rischio assunto dall'azienda.*

L'influenza che la famiglia ha sul livello di rischio che l'azienda si assume, può dipendere anche dal numero della generazione coinvolta nell'organizzazione. Secondo alcuni studi, la percezione del rischio aumenta dopo la prima generazione in quanto le generazioni successive tendono ad essere più conservative e quindi ad evitare strategie con elevata rischiosità, al fine di preservare la ricchezza della famiglia data la mancanza di garanzie sul successo finanziario (Kellermanns et al., 2012; Colli, 2013). Inoltre, l'altruismo che caratterizza le aziende familiari secondo una prospettiva *stewardship*, potrebbe diminuire con la guida delle generazioni successive in quanto potrebbe venire a mancare quello stretto legame con la visione di lungo periodo del fondatore (Kellermanns et al., 2012). Peraltro, la presenza in azienda di generazioni successive può comportare il nascere di dinamiche conflittuali fra generazioni e all'interno delle stesse, che paralizzano i processi di cambiamento strategico dell'azienda (Sciascia, 2011). La nascita di possibili conflitti e la mancanza della visione di lungo periodo, potrebbero creare un contesto non favorevole all'imprenditorialità, all'innovazione, all'internazionalizzazione, con conseguente impatto anche sul profilo di rischio che l'azienda decide di assumersi. Dunque, sulla base di queste considerazioni sviluppiamo la nostra seconda ipotesi:

*Ipotesi 2: La presenza di generazioni successive alla guida dell'azienda, comporta un minore profilo di rischio assunto dall'azienda.*

### **Investitori istituzionali e profilo di rischio**

La presenza di soggetti esterni alla famiglia all'interno della proprietà delle aziende familiari, può influenzare le scelte strategiche dell'azienda. Diversi studi infatti, mettono in evidenza che la struttura proprietaria dell'azienda svolge un ruolo importante nel determinare le scelte strategiche dell'azienda e di conseguenza, anche il profilo di rischio che la stessa si assume (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). Quindi, il livello di rischio assunto dall'azienda familiare può essere influenzato oltre che dalla famiglia anche dalla presenza di altri azionisti all'interno della proprietà, come per esempio gli investitori istituzionali. Gli investitori istituzionali sono soggetti finanziari come le compagnie di assicurazione, fondi pensione, banche d'investimento ecc.. In letteratura, diversi studi hanno evidenziato come la presenza di tali soggetti nella proprietà dell'azienda, può influenzare le scelte strategiche dell'azienda come per esempio gli investimenti in Ricerca & sviluppo (Bushee, 1998), la diversificazione internazionale (Tihanyi et al., 2003), il compenso dei CEO (Crocchi et al., 2012) e così via. Inoltre, Gomez-Mejia et al., (2011) trovano che la presenza di investitori istituzionali può favorire maggiori investimenti

in Ricerca & sviluppo nelle aziende familiari in quanto permette alla famiglia di poter investire senza utilizzare la propria ricchezza (Colot e Bauweraerts, 2016). Dunque, data la loro importanza nel determinare le scelte strategiche dell'impresa, nel nostro studio ipotizziamo che gli investitori istituzionali possano influenzare il profilo di rischio assunto dall'azienda. Nello specifico, l'effetto sarà una maggiore propensione al rischio da parte dell'azienda visto l'interesse di tali soggetti a massimizzare il valore del loro investimento in azienda. In base alle considerazioni svolte sopra, sviluppiamo la nostra ultima ipotesi:

*Ipotesi 3: La presenza di investitori istituzionali all'interno dell'azienda, è positivamente correlata a un maggior livello di rischio assunto dall'azienda.*

### **3. Metodologia di ricerca**

#### **Selezione del campione**

Nello sviluppare il nostro studio, abbiamo svolto l'analisi su un campione di 68 aziende familiari italiane quotate nella Borsa di Milano. In Italia, le aziende familiari rappresentano una delle forme organizzative prevalente (Miller et al., 2014). Nel contesto italiano le aziende familiari rappresentano approssimativamente l'83% del numero di aziende medio – piccole (Corbetta et al., 2002).

In letteratura, sono definite familiari quelle aziende in cui la famiglia possiede la maggioranza assoluta (ovvero almeno il 50% + 1) delle azioni dell'azienda, consentendogli, quindi, di poter controllare l'intero business ed esercitare la propria influenza sulle scelte strategiche dell'azienda (Minichilli et al., 2010; Miller et al., 2014). Tuttavia, studi precedenti sulle aziende familiari quotate in borsa nel contesto italiano hanno evidenziato che, date le caratteristiche della Borsa italiana sia in termini di dimensione media sia dell'azionariato medio (Corbetta e Minichilli, 2006), il controllo da parte della famiglia può essere esercitato anche attraverso una percentuale inferiore di azioni. Sulla base di tale considerazione e in accordo con gli studi in materia di assetti proprietari (La porta et al., 1999), nel nostro studio definiamo aziende familiari quelle in cui la famiglia possiede almeno il 20% delle azioni.

Il campione è stato identificato utilizzando il database Orbis. Dal campione sono state escluse le aziende familiari finanziarie (le banche, le assicurazioni e le altre società di natura finanziaria). I dati per calcolare le variabili sulle caratteristiche di governance e sulla dimensione di rischio sono stati raccolti, per il periodo dal 2010 al 2014, utilizzando sia il database Orbis, sia gli *annual reports* delle aziende.

### **Variabili dello studio e modello di regressione**

La variabile dipendente del nostro studio è il profilo di rischio assunto dall'azienda. In linea con gli studi precedenti sul livello di rischiosità delle aziende (Gomez-Mejia et al., 2007; Wright et al., 2007; Nakano e Nguyen, 2012; Huybrechts et al., 2013), abbiamo utilizzato la variabilità della performance, misurata attraverso la deviazione standard a 5 anni della TobinQ, come *proxy* per il profilo di rischio. Un'ampia variabilità della performance dell'azienda può essere infatti considerata come indicatore di un alto profilo di rischio assunto dalle stesse, in quanto può essere il risultato di strategie rischiose (innovazione, entrata in nuovi business ecc.) che hanno come conseguenza un'alta volatilità delle performance.

Le variabili indipendenti fanno, invece, riferimento alle caratteristiche di governance dell'azienda e possono essere come di seguito espresse:

**1. La presenza forte della famiglia nella proprietà e nel management dell'azienda.** La letteratura, nell'individuare il grado di coinvolgimento e il peso esercitato dalla famiglia sul business, individua le seguenti variabili di governance:

- *la percentuale delle azioni possedute dalla famiglia:* in presenza di un'alta concentrazione della proprietà, gli interessi dei proprietari e dell'azienda tendono ad allinearsi (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976). Nelle aziende familiari, questo allineamento avviene quando la famiglia possiede un'elevata percentuale di azioni. Quindi, in presenza di un'elevata percentuale di azioni posseduta dalla famiglia, il peso esercitato dalla stessa sull'azienda è maggiore.
- *la presenza di un CEO familiare:* nelle aziende familiari, il CEO è generalmente ritenuto uno dei soggetti più importanti all'interno dell'organizzazione. Il CEO ha il potere di influenzare le strategie e di conseguenza anche il profilo di rischio dell'azienda (Minichilli et al., 2010; Miller et al., 2013). In presenza di un CEO familiare l'influenza che la famiglia esercita sulle decisioni dell'azienda è maggiore. Per tale motivo la presenza di un CEO familiare può essere considerata come un indicatore del maggior grado di coinvolgimento della famiglia.
- *CEO duality:* tale variabile indica se c'è la separazione tra la figura del CEO e quella di presidente all'interno del consiglio di amministrazione. Kim e Buchanan (2008) sostengono che la CEO duality aumenta il problema della concentrazione di potere del CEO con conseguente indebolimento dell'efficacia del board nel monitorare e controllare l'azione del management. Dunque, a seguito

della concentrazione di potere nelle mani del CEO dovuta alla copertura anche della posizione di Chairman, il peso esercitato dalla famiglia in azienda è maggiore, data la difficoltà del board di mitigare questa influenza. Ciò, può avere quindi conseguenze sulle scelte strategiche e sul conseguente profilo di rischio dell'azienda.

2. **il numero della generazione coinvolta nell'azienda**, per verificare se nella proprietà e nel board dell'azienda è presente la 1° generazione o quelle successive. L'allineamento degli interessi della famiglia con quelli dell'azienda e l'orientamento verso obiettivi di lungo periodo, potrebbero venire a mancare con la presenza in azienda delle generazioni successive, con conseguente impatto anche sulle scelte strategiche e il profilo di rischio dell'azienda (Sciascia, 2011; Kellermanns et al., 2012).
3. **la percentuale delle azioni possedute dagli investitori istituzionali**, per misurare il peso esercitato da tali soggetti sulle azioni dell'azienda. La capacità degli investitori istituzionali di influenzare le scelte del *management*, può avere un impatto anche sulla scelta del profilo di rischio assunto dall'azienda (Hutchinson et al., 2015).

Sulla base delle precedenti ricerche sul profilo di rischio delle aziende familiari, abbiamo incluso nel nostro modello di regressione lineare due variabili di controllo che possono influenzare l'impatto che le caratteristiche di governance hanno sul profilo di rischio assunto dall'azienda. Nello specifico, facciamo riferimento alle seguenti variabili:

1. **% amministratori indipendenti**, variabile che indica la percentuale di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione dell'azienda. Gli studi in materia di corporate governance hanno riconosciuto il ruolo degli amministratori indipendenti nel monitorare l'azione del management e quindi, anche nella loro capacità di mitigare il livello di rischio assunto dall'azienda (Pugliese et al., 2009).
2. **la dimensione dell'azienda**, variabile espressa in termini di logaritmo delle vendite dell'azienda. Le aziende di grandi dimensioni resistono maggiormente al cambiamento, all'innovazione e quindi sono meno propense al rischio (Sathe, 2003; Huybrechts et al., 2013). Tuttavia, le aziende di grandi dimensioni sono anche in grado di sostenere maggiormente le strategie con elevata rischiosità rispetto alle aziende di piccole dimensioni (Zahra, 2005).

Infine, per testare le nostre ipotesi di ricerca abbiamo utilizzato un modello di regressione lineare, definito come di seguito:

$$RISKPROFILE = \alpha + \beta_1 CEOFAMILY + \beta_2 \%AZFAMILY + \beta_3 CEODUALITY + \beta_4 NUMBERGEN + \beta_5 \%AZINVIST + \beta_6 \%INDDIR + \beta_7 FIRMSIZE + \epsilon_i.$$

In appendice (Tabella 1 - <http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) è riportata la descrizione delle variabili.

#### 4. Risultati dell'analisi

Questa sezione presenta i risultati delle nostre analisi empiriche. La Tabella 2 (<http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) riporta alcune statistiche descrittive. La Tabella 3 (<http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) riporta l'analisi di correlazione effettuata sul campione.

Le nostre ipotesi sono state testate mediante un'analisi di regressione lineare, i cui risultati sono sintetizzati nella Tabella 4. I risultati che emergono supportano la nostra prima ipotesi. Infatti, i risultati della regressione mostrano l'esistenza di una relazione significativa e positiva tra il profilo di rischio (RISKPROFILE) e la percentuale di azioni detenute dalla famiglia (%AZFAMILY) e la presenza di un CEO familiare (CEOFAMILY). La relazione invece tra la variabile CEO duality (CEODUALITY) e il profilo di rischio, non è significativa. Tali risultati confermano, parzialmente, la nostra ipotesi, ovvero che la presenza forte della famiglia nella proprietà e nel management, spinge l'azienda ad avere un profilo di rischio più elevato. Per quanto riguarda la seconda ipotesi, la Tabella 4 mostra una relazione positiva, ma non significativa, tra il numero della generazione coinvolta nel business (NUMBERGEN) e il profilo di rischio dell'azienda. Quindi, la seconda ipotesi risulta rigettata. Infine, con riferimento alla terza ipotesi, la Tabella 4 (<http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) mostra che la relazione tra la percentuale di azioni possedute dagli investitori istituzionali (%AZINVIST) e il profilo di rischio dell'azienda è positiva e significativa. Quindi, anche la terza ipotesi risulta confermata: la presenza di investitori istituzionali nella proprietà determina una maggiore propensione al rischio dell'azienda in quanto, obiettivo di tali soggetti è massimizzare il loro investimento.

Per quanto riguarda le variabili di controllo invece, abbiamo una relazione significativa tra la variabile percentuale di amministratori indipendenti (%INDDIR) e la variabile profilo di rischio. La relazione tra le due variabili è negativa quindi la presenza di amministratori indipendenti nel board ha un effetto negativo sul profilo di rischio dell'azienda. Ciò può essere spiegato dal fatto che gli amministratori indipendenti tendono a monitorare l'azione

della famiglia in quanto il loro obiettivo è di evitare che l'azienda si spinga troppo verso strategie caratterizzate da elevata rischiosità, che potrebbero compromettere gli interessi degli azionisti di minoranza.

## 5. Discussione e conclusioni

In linea con alcuni studi precedenti (Zahra, 2003; 2005; Gomez-Mejia et al., 2007; Eddleston et al., 2008) i nostri risultati dimostrano una relazione positiva tra il coinvolgimento della famiglia nella governance e il *risk profile* dell'azienda. Una presenza forte della famiglia nell'area *del senior management*, assicurata da un CEO familiare, così come una percentuale elevata di azioni detenuta dai membri dello stesso nucleo familiare, porta l'azienda ad assumere un profilo di rischio più elevato.

Possono esistere diverse spiegazioni per questo risultato. Una prima spiegazione è che, in presenza di andamenti non favorevoli dello scenario macroeconomico, un più forte coinvolgimento della famiglia fa sì che le aziende tendano ad assumere maggiori livelli di rischio per poter conseguire migliori risultati economici e finanziari ed assicurare, in tal modo, ai proprietari il mantenimento di saggi di remunerazione adeguati (Davis et al., 1997).

Questa interpretazione fa riferimento all'impatto che condizioni congiunturali e strutturali possono avere sul *risk profile*. In periodi economici non favorevoli, quali quelli esaminati in questo studio (2010-2014), e/o come risposta a cambiamenti strutturali del contesto competitivo in cui le aziende familiari operano, il rischio intrinseco dell'azienda si modifica non necessariamente per perseguire condizioni di superiorità competitiva, ma per salvaguardare il livello di redditività 'ordinaria' dell'azienda, in grado di assicurare agli azionisti una remunerazione adeguata e tendenzialmente stabile nel tempo (Zahra, 2003; Corbetta e Salvato, 2004; Kraiczy, 2013).

Un'altra possibile spiegazione, in linea con i principi della *socioemotional wealth perspective*, fa riferimento all'obiettivo da parte della famiglia di preservare la reputazione e l'immagine dell'azienda (Gomez-Mejia et al., 2007). Questo può avvenire, ad esempio, per effetto di un incremento del valore di mercato azionario a seguito del raggiungimento di risultati superiori rispetto alla media del settore oppure comunicando *pay out ratio* superiori a quelli dei competitor. Questi risultati possono essere ricercati assumendo un livello di rischio maggiore.

La relazione positiva tra la percentuale delle azioni detenute dagli investitori istituzionali e il livello di rischio supporta le conclusioni di altri studi sul tema (Hutchinson et al., 2015), che hanno evidenziato come una percentuale più elevata di azioni nelle mani di questa categoria di investitori,

porti le aziende ad intraprendere strategie più aggressive, per ottenere maggiori *capital gain* nel momento della cessione della partecipazione acquisita.

I risultati confermano, inoltre, il ruolo importante che gli amministratori indipendenti possono esercitare per contenere il livello di esposizione al rischio dell'azienda ed orientarla verso percorsi strategici più prudenti.

Per quanto riguarda il contributo sul piano teorico-concettuale alla crescente letteratura sul profilo di rischio delle aziende familiari, il presente lavoro studia l'influenza che gli investitori istituzionali e un CEO appartenente alla famiglia hanno sul profilo di rischio dell'azienda. Inoltre, svolgendo la nostra analisi sulle aziende familiari italiane, abbiamo colmato il gap evidenziato da Huybrechts et al. (2013) relativamente alla necessità di condurre l'analisi sulla propensione al rischio delle aziende familiari in altri Paesi, data l'importanza che può avere il contesto in cui l'azienda opera.

I nostri risultati, hanno importanti implicazioni anche a livello applicativo. Poiché la valutazione del rischio di un'azienda familiare coinvolge vari interlocutori (banche, società di rating, analisti, investitori potenziali, ecc.), e tali interlocutori sono interessati anche a comprendere i fattori in grado di influenzare i profili di rischio, il nostro lavoro suggerisce che in tale analisi debbano essere prese in considerazione anche le variabili di governance, quali l'identità del CEO, la presenza di investitori istituzionali e la presenza di amministratori indipendenti. Un'ulteriore considerazione riguarda la fase di interpretazione della relazione tra variabili di governance e il profilo di rischio. Un profilo di rischio più elevato in una struttura di governance in cui la famiglia è molto coinvolta può essere sinonimo di una maggiore vitalità imprenditoriale, finalizzata alla creazione e al mantenimento del valore nel lungo periodo.

Inoltre, importante è anche il contributo che gli investitori istituzionali possono dare nell'alimentare il processo di crescita e di sviluppo delle aziende familiari, sia con l'apporto delle risorse necessarie per intraprendere determinate azioni, sia perché sono in grado di incentivare il management nell'intraprendere determinate strategie data la loro capacità di influenzare le scelte future dell'azienda.

Le conclusioni a cui questo studio perviene devono essere analizzate considerando anche le limitazioni che la nostra indagine presenta. Un primo limite riguarda il numero delle aziende esaminate. Il nostro campione è composto da 68 aziende e fa riferimento solamente al contesto italiano. Per poter generalizzare i nostri risultati sarebbe interessante espandere la nostra analisi considerando un numero maggiore di aziende ed includere nell'indagine aziende non quotate oppure imprese familiari di altri Paesi.

Inoltre, sarebbe interessante condurre l'analisi considerando l'influenza che altre variabili di governance possono avere sul profilo di rischio dell'azienda, come ad esempio le caratteristiche personali (socio demografiche, *functional background* ecc.) del CEO o del Chairman, la presenza nel top management team di figure non appartenenti alla famiglia che detiene il controllo dell'azienda. Infine, potrebbe essere utile valutare se i risultati di questo studio sono influenzati dall'andamento del contesto economico in cui è stata condotta l'analisi, per valutare se, ad esempio, anche in periodi di crescita economica le aziende in cui è più forte il coinvolgimento della famiglia presentano un *risk profile* più accentuato o viceversa, se tendono ad assumere profili di rischio più contenuti, come sostenuto dalla maggior parte degli Studiosi di questa tematica.

### **Bibliografia**

- Aldrich, H. E., & Cliff, J. E. (2003). The pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddedness perspective. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 573–596.
- Bertini U. (1987). Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, *Giuffrè editore*
- Bianchi Martini S. (2009). Introduzione all'analisi strategica dell'azienda, *Giappichelli*
- Brennan N. (2006). Boards of directors and firm performance: is there an expectations gap?. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (6): 577-593
- Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Colli A. (2013), Family firms between risks and opportunities: a literature review. *Socio-Economic Review* 11, 577–599
- Colot, O., Bauweraerts, J. (2016). Are Institutional Investors Beneficial to Family Firm Performance? Evidence from the French Stock Exchange, *International Journal of Financial Research*, Vol. 7, No. 2
- Corbetta, G. and Minichilli, A. (2006). 'Board of directors in Italian public family controlled companies'. In Poutziouris, P., Smyrnios, K. and Klein, S. (Eds), *Family Business Research Handbook*. Northampton: Elgar, 488–500.
- Corbetta, G. and Salvato, C. (2004). Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on "Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28: 355–362. doi:10.1111/j.1540-6520.2004.00050.x

- Corbetta, G., Gnan, L., Montemerlo, D. (2002). Governance Systems and Company Performance in Italian SMEs. Working Paper ISEA, Bocconi University, Milan, Italy.
- Croci.E., Gonenc.H., Ozkan.N., (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in continental Europe. *Journal of Banking & Finance*
- D'Onza G. (2008), Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management, Milano, *Giuffrè editore*
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22 (1), 20-47.
- Dezzani F. (1971). Rischi e politiche d'impresa. Contenuto e relazioni, A. *Giuffrè*
- Dittmeier C. (2015), La governance dei rischi. Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo. *Egea*
- Eddleston, K., Kellermanns, F. W., & Zellweger, T. (2008b). Corporate entrepreneurship in family firms: A stewardship perspective. Paper presented at the USASBE, San Antonio.
- Essen, M. et al., (2015). How does Family Control Influence Firm Strategy and Performance? A Meta-Analysis of US Publicly Listed Firms, *Corporate Governance: An International Review*, 23(1): 3–24
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Galeotti M., Garzella S. (2013), Governo strategico dell'azienda. *Giappichelli Editore*
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, F. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5, 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Takács Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.
- Gomez-Mejia, L.R., Makri, M. and Larraza-Kintana, M. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms, *Journal of Management Studies*, 47(2), pp. 223-252.
- Hutchinson, M., Seamer, M., Chapple, L. (2015). Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance. *The International Journal of Accounting*, 50, 31–52
- Huybrechts, J., Voordeckers, W. and Lybaert, N. (2013). 'Entrepreneurial Risk Taking of Private Firms: The Influence of a Nonfamily CEO and the

- Moderating Effect of CEO Tenure', *Family Business Review*, Vol. 26, No. 2, pp. 161-179.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., Sarathy, R., & Murphy, F. (2012). Innovativeness in family firms: a family influence perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 85–101. doi:10.1007/s11187-010-9268-5
- Kim, K., Buchanan, R. (2008), CEO Duality Leadership And Firm Risk-Taking Propensity. *The Journal of Applied Business Research*, Volume 24, Number 1.
- Kraiczy, N. D., Hack, A. and Kellermanns, F. W. (2015). What Makes a Family Firm Innovative? CEO Risk-Taking Propensity and the Organizational Context of Family Firms. *Journal of Product Innovation Management*, 32: 334–348. doi: 10.1111/jpim.12203
- Lamboglia R., D'Onza G. (2013), Un modello di gestione del rischio reputazionale. Dall'identificazione al fronteggiamento, *Management Control*, 3, pp. 7-34.
- La Porta, R., Lopez-de-Salinas, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lundqvist, S. a. (2014). An exploratory study of enterprise risk management: Pillars of ERM. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 29(3), 393–429. doi:10.1177/0148558x14535780
- Martin R.W. Hiebl, (2012). "Risk aversion in family firms: what do we really know?", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 14 Iss 1 pp. 49 – 70
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., Corbetta, G. and Pittino, D. (2014). 'When do non-family CEOs outperform in family firms? Agency and behavioural agency perspectives'. *Journal of Management Studies*, 51, 547–72.
- Miller, D., Minichilli, A. and Corbetta, G. (2013). 'Is family leadership always beneficial?'. *Strategic Management Journal*, 34, 553–71.
- Minichilli, A., Corbetta, G. and MacMillan, I. C. (2010). 'Top management team in family controlled companies: familiness, faultiness, and the impact on financial performance'. *Journal of Management Studies*, 47, 205–22.
- Nakano, Makoto and Nguyen, Pascal (2012). Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20, Issue 4, pp. 369-387
- Paolini A. (1993). Il controllo strategico. Uno schema d'analisi, *Collana: Studi economico-aziendali E. Giannessi*, Nr. 15, Giuffrè

- Pugliese, A., Bezemer, P.-J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A. J. and Volberda, H. W. (2009), Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17: 292–306. doi:10.1111/j.1467-8683.2009.00740.x
- Rigolini A. (2013). Corporate Entrepreneurship and Corporate Governance, Milano, *McGraw-Hill*
- Sciascia S. (2011), Risorse familiari e risultati aziendali. *Giuffrè editore*
- Sciascia, S., Nordqvist, M., Mazzola, P. and De Massis, A. (2015), Family Ownership and R&D Intensity in Small- and Medium-Sized Firms. *Journal of Product Innovation Management*, 32: 349–360. doi: 10.1111/jpim.12204
- Sciascia, Salvatore, et al. "The Role of Family Ownership in International Entrepreneurship: Exploring Nonlinear Effects." *Small Business Economics* 38.1 (2012): 15-31
- Siebel J. F., Knyphausen-Aufse D. (2012). A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 14, 280–304
- Su W., Lee C. Y., (2013). Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform, *Asia Pacific Journal of Management*, September 2013, Volume 30, Issue 3, pp 809-828
- Tihanyi, L., Johnson, R., Hoskisson, R., & Hitt, M. (2003). Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of Directors and Technological Opportunity. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 195-211.
- Wright, P., Kroll, M., Krug, J. A. and Pettus, M. (2007). Influences of top management team incentives on firm risk taking, *Strategic Management Journal*, 28: 81–89. doi: 10.1002/smj.548
- Yong Wang, Panikkos Poutziouris, (2010). "Entrepreneurial risk taking: empirical evidence from UK family firms", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 16 Iss: 5, pp.370 – 388
- Zahra, S. A. (2003). International expansion of U.S. manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 495–512.
- Zahra, S. A. (2005). Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms. *Family Business Review*, 18: 23–40. doi: 10.1111/j.1741-6248.2005.00028.x
- Zattoni A., Gnan L., Morten H. (2015). Does Family Involvement Influence Firm Performance? Exploring the Mediating Effects of Board Processes and Tasks. *Journal of Management*, Vol. 41 No. 4, 1214–1243 DOI: 10.1177/0149206312463936

# IL MODELLO ERM NELL'AMBITO DEL D.LGS 231/01 COME LEVA PER IL MIGLIORAMENTO DELLA *GOVERNANCE* AZIENDALE. EVIDENZE DI UN'ANALISI INTEGRATA

Daniele Gervasio<sup>1</sup>

## 1. Introduzione

Una buona *governance* si fonda su un sistema di controllo interno da intendere come l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati.

Esso costituisce, evidentemente, la trama su cui operano tutti i soggetti e le funzioni aziendali che lavorano per contribuire alla gestione dell'impresa, in coerenza con l'obiettivo di conferire il massimo valore sostenibile a ogni attività dell'organizzazione.

In tale contesto, tuttavia, il Legislatore, ampliando per motivi spesso contingenti la fattispecie ed il numero dei soggetti responsabilizzati di controlli di varia natura all'interno dell'impresa, ha indirettamente frazionato le responsabilità e generato una certa proliferazione di modelli di valutazione e gestione tra di loro non integrati e potenzialmente conflittuali e non economici.

In realtà, la realizzazione di un effettivo sistema di *governance* aziendale deve tener conto delle azioni e delle valutazioni espresse da tutti i soggetti coinvolti sia nel controllo che nel *risk management* e deve, pertanto, garantire il presidio dei rischi aziendali sulla base di un sistema di controllo interno unico e univoco e tale da assicurare al suo interno efficacia ed economicità.

In pratica, un sistema di controllo interno "integrato", in cui, sul presupposto dei limiti di tollerabilità e accettabilità del rischio, siano correttamente formulati gli obiettivi di controllo, quali gli obiettivi aziendali di *business* e di *governance* rilevanti, siano definite le fonti di rischio, e, infine, sia assicurata l'adeguatezza dei controlli (cioè l'efficacia, determinata dalle caratteristiche intrinseche del processo e dal funzionamento del

---

<sup>1</sup> Università degli Studi di Bergamo.

controllo e l'economicità, determinata dai fattori del danno potenziale e del costo del controllo).

Sembra a questo punto importante richiamare l'attenzione sul fatto che oggi la disciplina racchiusa nel D.lgs 231/2001, stante la sua pervasività in tutti i processi aziendali, inclusi per richiamo quelli che altre discipline normative già regolano in termini di modelli o di sistemi di organizzazione e gestione (come la sicurezza del lavoro, la gestione finanziaria, il trattamento informatico dei dati eccetera), ha assunto *de facto* la valenza di una matrice di impostazione, progettazione, redazione e revisione di un "super modello" attraverso cui l'alta direzione dell'azienda può ottenere riscontri particolarmente dettagliati su efficacia ed efficienza dell'organizzazione e dei sistemi di gestione aziendali e sugli interventi migliorativi realizzabili in una visione integrata.

Il D.Lgs. 231/2001 ha lo scopo di indurre gli enti (attraverso una scelta discrezionale e non tramite un obbligo coercitivo) ad adottare uno schema strutturale preciso, ordinato e chiaro; un "modello" che viene considerato come "Statuto organizzativo societario" ed ha la finalità di formalizzare le procedure da seguire in modo tale che l'azienda possa giungere alla mitigazione dei rischi derivanti dal compimento di condotte illecite da parte della sua organizzazione<sup>2</sup>.

Il Modello organizzativo risulta suddiviso in due parti: la Parte Generale, che delinea le aree del "fare" e del "non fare" ed i principi etici a cui l'azienda si ispira e la Parte Speciale, che spiega in dettaglio come intervenire sulla mitigazione dei rischi a livello procedurale. La Parte Speciale racchiude l'approccio metodologico per la mappatura dei rischi orientata alla prevenzione delle condotte illecite.

Il processo di mappatura dei rischi (punto cardine della Parte Speciale) - su cui il presente elaborato si focalizza - ha lo scopo di individuare, selezionare, accertare, rettificare, monitorare ed aggiornare la condotta dell'ente in quanto esso è ritenuto giuridicamente capace di un autonomo comportamento che ha rilevanza in sede penale.

È facile comprendere che quanto sin ora detto non valga solamente ai fini del Decreto 231, bensì è da considerarsi trasversale all'organizzazione societaria poiché la prevenzione dei rischi non ha impatto solamente sull'azienda stessa, ma anche su tutti gli *stakeholder* coinvolti. Tutto ciò rientra, quindi, nelle attività di *Corporate Governance*.

L'implementazione del Modello Organizzativo 231, rappresenta la sintesi

---

<sup>2</sup> Ferrara D. (2009), "Governance e modelli di gestione del rischio – Guida alla realizzazione di modelli di gestione e organizzazione per la mitigazione del rischio ai sensi del D.Lgs. 231/01", FrancoAngeli S.r.l., Milano.

di un processo di valutazione obiettivi-rischi-controlli che può essere ricollegato al più importante modello internazionale per la valutazione del sistema di controllo interno, noto come ERM.

L'ERM rappresenta lo strumento basilare per affrontare l'incertezza ed i rischi<sup>3</sup> e per sfruttare le opportunità<sup>4</sup> al fine di creare, ma soprattutto accrescere, il valore per tutti gli *stakeholder*. Il concetto di "valore" è davvero molto delicato poiché la sua creazione, conservazione o, eventualmente, la sua erosione sono strettamente connesse alle decisioni strategiche ed operative prese dal *management*. Tale valore raggiunge il massimo livello quando i vertici della struttura organizzativa sono capaci di conseguire un equilibrio ottimale tra *target* di crescita, redditività e rischio e sono in grado di gestire, in maniera efficace ed efficiente, le risorse disponibili al fine di soddisfare la *mission* aziendale.

*“L'ERM è un processo, posto in essere dal Consiglio di Amministrazione, dal management e da altri operatori della struttura aziendale; utilizzato per la formulazione delle strategie in tutta l'organizzazione; progettato per individuare eventi potenziali che possono influire sull'attività aziendale, per gestire il rischio entro i limiti del rischio accettabile e per fornire una ragionevole sicurezza sul conseguimento degli obiettivi aziendali.”<sup>5</sup>*

La massima efficacia viene raggiunta quando l'ERM entra a far parte della cultura aziendale e influisce positivamente sull'implementazione delle strategie e sul perseguimento della *mission*.

L'organizzazione apporta, a tale strumento, la propria esperienza e le proprie competenze tecniche specifiche.

Si può, quindi, dedurre che esiste una corrispondenza biunivoca ed una forte connessione tra l'elemento materiale (ERM) e l'elemento personale (organizzazione).

È interessante notare che tutti i punti cardine del Modello Organizzativo ex D.Lgs. 231/01 costituiscono un vero e proprio sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, anche se mirato ad aree definite come reati dalla legislazione vigente. Al riguardo, è interessante osservare come tali elementi convergano perfettamente nei principali modelli di *risk management* internazionali, quali l'ERM. Tali modelli, infatti, se correttamente applicati,

---

<sup>3</sup> Rischio: possibilità che un evento si verifichi e influisca in senso negativo sul conseguimento degli obiettivi.

<sup>4</sup> Opportunità: possibilità che un evento si verifichi e influisca in senso positivo sul conseguimento degli obiettivi.

<sup>5</sup> “Enterprise Risk Management – Integrated Framework: Executive Summary and Framework” by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2004.

possono fornire un'ideale copertura anche rispetto alle esigenze di presidio previste nell'ambito del D.Lgs. 231/01. Di seguito, si rileva la perfetta simmetria funzionale tra i presidi del Modello Organizzativo 231 e gli elementi dell'*enterprise risk management* (<http://www.sidrea.it/modello-erm-d-lgs-23101-governance/>).

Gli studi di matrice economico-aziendale legati alla disciplina introdotta dal Decreto si sono spesso soffermati sulla coerenza di una responsabilità amministrativa con una moderna concezione d'impresa, in un contesto nel quale la responsabilità da reato trova collocazione nel più ampio ambito della responsabilità sociale d'impresa (Corporate Social Responsibility, CSR).

Diversi autori, tra cui De Maglie (2002), Manacorda (2006), Garegnani (2008), Ielo (2008), Romolotti (2009), Pasculli (2010), Soria, Troccoli, Ciocia (2011) hanno indagato le possibili correlazioni esistenti tra la responsabilità da reato e Modelli organizzativi, giungendo alla conclusione ampiamente condivisa che l'assunzione della responsabilità amministrativa da parte delle imprese, integrata alle già esistenti responsabilità sociali, possa rafforzare la spinta ad un agire etico e morale, stimolando meccanismi di controllo e monitoraggio indispensabili per evitare condotte illecite da parte delle imprese.

A livello internazionale, l'importanza di dotarsi di un sistema integrato di gestione dei rischi è stata ampiamente sottolineata, tanto da un punto di vista normativo, quanto dal punto di vista della dottrina, con una proliferazione di studi volti ad indagare, sia a livello teorico, sia mediante analisi empiriche, le relazioni intercorrenti tra performance aziendale e implementazione dell'ERM, nonché tra implementazione dell'ERM ed ulteriori caratteristiche aziendali. A livello teorico, la letteratura ha sottolineato come l'ERM possa offrire alle società un approccio più completo, sistematico e coerente alla gestione dei rischi, idoneo a consentire una riduzione del rischio di fallimento e, di lì, ad accrescerne la *performance* (Gordon *et al.*, 2009). A livello empirico, un primo risultato comune a molte ricerche – seppur in apparente contrasto con quanto indicato dalla teoria – consiste nella tuttora limitata adozione di sistemi di ERM (Gates e Hexter, 2005; Arena *et al.*, 2010), supportando ulteriormente l'idea che l'ERM sia fonte di significativi vantaggi competitivi e possa tradursi in un incremento del valore economico del capitale aziendale.

Il presente elaborato, partendo dalla letteratura sopra indicata, conduce un'analisi integrata del Modello ERM e del Modello organizzativo *ex* D.Lgs. 231/01, quali strumenti leva per l'implementazione della *governance* aziendale; tale analisi sfocia in un'applicazione concreta dei concetti teorici dell'ERM, nell'ambito di aziende che si sono adeguate al dettato normativo

del D.Lgs. 231/01 e che operano in diversi settori merceologici.

Lo studio focalizza l'attenzione sulla possibilità di predisporre, con la struttura del Modello 231, una matrice integrata per il governo aziendale che diventi per l'azienda:

- un *corpus* non più limitato alle sole finalità di prevenzione dei reati di cui al D.lgs. 231/2001;
- uno strumento di integrazione e ottimizzazione dei diversi sistemi interni all'azienda e di attuazione di specifici interventi di miglioramento su singoli processi, funzioni o aree;
- un monitor di controllo di tutti i sistemi aziendali attuabile e fruibile con strumenti informatizzati.

## **2. L'applicazione pratica**

### **2.1 Obiettivi e metodologia utilizzata**

L'elaborato si concentra sull'analisi delle aree sensibili e dei rischi di commissione dei reati inclusi nel catalogo dei reati richiamato dal D.lgs. 231/01, attraverso l'approccio di valutazione del rischio-reato proposto dal "ERM" per i seguenti settori aziendali: metalmeccanico; farmaceutico; edile; informatico; trasporti; energia; alimentare.

Prendendo come riferimento il *report* annuale "Bergamo 1000 aziende 2014" è stato individuato un primo campione preliminare di 53 società *compliant* al D. Lgs. 231/2001. Si è proceduto con l'identificazione di un sotto-campione di piccole e medie imprese, includendo in esso le aziende che avessero disponibili, sul proprio sito istituzionale, i dati utili all'obiettivo della ricerca. In tal modo, il campione risulta composto da 5 imprese tutte di medie dimensioni (R. POLIMERI SPA, FARMOL SPA, ATB SERVIZI SPA – ATB MOBILITÀ SPA, YOUSAVE SPA, LOSMA SPA), presentando le restanti piccole e medie imprese una carenza informativa non compatibile all'obiettivo dell'indagine.

Una volta definito il campione statistico, si è proceduto con l'analisi dettagliata dei relativi Modelli di organizzazione, gestione e controllo adottati (Parte Speciale), considerando, tra le aree di rischio mappate, le sole aree a rischio trasversale coperte dalla totalità delle imprese (reati contro la P.A., reati societari ed omicidio colposo o lesioni gravi o gravissime commesse con violazione delle norme sulla tutela della salute e sicurezza sul lavoro).

Le valutazioni dei "rischi reato 231" sono state eseguite al fine di individuare quali, tra i diversi "reati 231", presentino, per loro natura, un rischio significativo di commissione nei diversi settori aziendali al fine di identificare quei reati che, a prescindere dal settore di appartenenza e dal

*business* svolto, risultassero trasversali a tutti i settori oggetto d'analisi. Tali reati sono stati definiti "reati comuni".

L'analisi rende di immediata comprensione la pervasività teorica e tecnico-operativa del contenuto normativo 231 all'interno del mercato aziendale e societario. L'intendimento dello studio, infatti, è quello di dimostrare che i rischi di verifica dei "reati 231 comuni" riconducibili a tutte le attività aziendali del campione è alto e pregnante. Da qui, l'importanza di dotarsi di uno strumento di integrazione ed ottimizzazione per la prevenzione dei reati 231 e di attuazione di specifici miglioramenti sui singoli processi, funzioni e aree.

La valutazione dei rischi si è basata sulla valutazione del rischio lordo, ovvero prima dell'applicazione delle misure di mitigazione o l'implementazione di Protocolli.

L'analisi, sviluppata in forma tabellare, riporta le valutazioni di rischio che sono state eseguite per ciascuno dei reati *ex* Decreto Legislativo 231/2001, perseguendo uno schema predefinito che evidenzia i reati come da catalogo ed i settori aziendali oggetto d'analisi. I rischi così evidenziati sono considerati come "rischi lordi".

### **3. Principali evidenze**

Conoscendo le fattispecie di reato presupposto punibili dalle legge è necessario che l'azienda si attivi per identificare, nella maniera più precisa possibile, quali possono essere riferite alla propria specifica realtà. La soluzione più efficiente è quella di ricorrere ad una mappatura dei rischi orientata alla prevenzione delle condotte illecite.

In appendice viene riportata la tabella (<http://www.sidrea.it/modello-erm-d-lgs-23101-governance/>) a doppia entrata con cui è stata effettuata la sintesi delle mappature dei rischi all'interno delle diverse realtà aziendali.

Il risultato dell'analisi condotta ha permesso di identificare la portata generale del D.Lgs. 231/01, all'interno del mercato aziendale e societario in senso ampio.

L'ERM è, pertanto, il mezzo con cui è possibile individuare i potenziali rischi che possono presentarsi all'interno di una qualsiasi organizzazione aziendale; lo strumento di risposta attraverso il quale si può intervenire su di essi al fine di mitigarli, correggerli è, invece, rappresentato dal Modello 231.

Il Decreto Legislativo 231, spinge le aziende all'attuazione di procedure formalizzate legittime, le quali, dopo essere state spiegate, comprese e diffuse a tutta l'organizzazione, evitano all'organo dirigente che le ha poste in essere la punizione prevista dal compimento di un reato presupposto sanzionabile; quindi, è facile vedere il Modello 231 quale strumento di

mitigazione dei rischi.

Per questo motivo i Modelli sopradescritti hanno senso e piena efficacia solamente se portati avanti insieme poiché sono da considerarsi come due *step* concatenati ed entrambi rivolti ad attuare la più completa difesa relativamente ai rischi di ogni natura ed entità che potrebbero verificarsi in futuro e impattare sull'azienda.

Per compiere in maniera completa la prevenzione dei rischi all'interno di un'azienda si dovrebbe, quindi, attuare un procedimento di analisi, valutazione e risposta che vada oltre il Modello ERM base, ma che prenda in considerazione anche gli aspetti del Modello 231.

Questo poiché l'ERM è lo strumento che permette all'organizzazione di individuare i potenziali rischi a cui l'azienda è esposta; il Decreto Legislativo 231, invece, spinge le aziende all'attuazione di procedure formalizzate legittime, le quali evitano all'organo dirigente che le ha poste in essere la punizione prevista dal compimento di un reato presupposto sanzionabile e forniscono al *management* il "modo" con cui intervenire sui rischi individuati. Si può, quindi, affermare che il Modello ERM agisce sugli *eventi*, mentre il Modello 231 agisce sui *comportamenti*.

In pratica, si dovrebbero affiancare i due strumenti fino a farne nascere uno nuovo capace di sfruttare al meglio il potenziale di entrambi, in modo che si evitino inutili duplicazioni di azioni e controlli e si migliori la *Governance* aziendale creando valore per l'azienda.

Il Modello ERM ed il Modello Organizzativo ai sensi del Decreto 231 rappresentano, quindi, due strumenti rientranti entrambi, a pieno titolo, nella prevenzione integrata del rischio.

Inoltre, prendendo in considerazione, oltre alla prevenzione dei rischi, il raggiungimento degli obiettivi strategici aziendali, il rispetto delle normative e l'importanza della formazione e della diffusione della conoscenza, ci si può riallacciare alle dimensioni della *Corporate Governance* integrata.

Questa visione alternativa e non *basic* del D.lgs. 231/2001 integrato con le tecniche dell'ERM può produrre per il soggetto collettivo non un semplice modello di prevenzione ma un valore che si sostanzia in:

- ripensamento e miglioramento dell'organizzazione aziendale;
- razionalizzazione e unificazione delle strutture di controllo esistenti;
- stimolo ad una *governance* funzionale complessiva.

Appare, quindi, evidente come sia possibile predisporre, con la struttura del Modello 231, una rete di protezione intorno al soggetto collettivo anche rispetto a potenziali perdite in termini di reputazione dell'organizzazione, con un sistema che produrrebbe anche un risparmio di costi di gestione e risorse umane impiegate nei diversi controlli sulla gestione già attuati ed esistenti in

azienda.

Tutto questo produce per l'impresa vantaggi effettivi che, pur rispettando gli obblighi di legge, superano di gran lunga lo scopo stesso del D.lgs. 231/2001, fornendo agli attori che operano nell'impresa o al di fuori di essa, uno strumento valido addirittura per combattere le frodi commerciali per ottenere informazioni utili e corrette sulla gestione dell'impresa, ma soprattutto per mantenere, anche in organizzazioni di piccole-medie dimensioni, un controllo efficace su tutti quegli elementi che sono potenzialmente portatori di rischi.

Il Modello così delineato contribuirà dunque a massimizzare gli sforzi dell'impresa e diverrà un sistema estremamente efficace, alla base dei processi decisionali, per guidare le imprese nel raggiungimento degli obiettivi strategici e nella massimizzazione delle aspettative, attraverso una gestione dei rischi efficace ed efficiente ed un modello di governo societario moderno e dinamico.

Gli operatori 231 condividono la chiara percezione di una difficoltà di non poco conto nella diffusione di una cultura della 231 in azienda, avendo spesso dovuto fare i conti con una più o meno manifesta resistenza tanto del *management*, quanto - e forse di riflesso - del personale in posizione non apicale (così come dei terzi con cui la società entra in contatto) nel recepire e fare propri strumenti e concetti che evocano la responsabilità penale, implicano una forma di vigilanza, impongono misure sanzionatorie, ecc.

A tal fine, nel proseguio del progetto di ricerca sarà interessante esaminare attraverso questionari somministrati ai "soggetti apicali" le criticità riscontrate nell'implementazione di un approccio integrato di prevenzione dei rischi affinché i modelli sopra delineati possono diventare - nel breve periodo - strumenti concreti di una *corporate governance* strategica.

## **Bibliografia**

ALER BERGAMO, Modello di organizzazione e di gestione ex Decreto legislativo 8 giugno 2001 n. 231 Parte generale: [www.alerbg.it/2011/wp-content/uploads/2011/04/Modello-231-ALER-BG\\_-20122.pdf](http://www.alerbg.it/2011/wp-content/uploads/2011/04/Modello-231-ALER-BG_-20122.pdf) consultato in data 07/08/2014, ore 14,00.

ARENA M., ARNABOLDI M., AZZONE G. (2010), The organizational dynamics of enterprise risk management, *Accounting, Organizations and Society* 35 (7), 659-675.

ASSINEWS.IT:

[www.aon.com/italy/attachments/Pdf/03\\_04\\_10\\_ASSINEWS\\_IT\\_Sonda\\_ggio\\_Aon\\_grazie\\_all\\_ERM](http://www.aon.com/italy/attachments/Pdf/03_04_10_ASSINEWS_IT_Sonda_ggio_Aon_grazie_all_ERM) consultato in data 10/04/2014, ore 16, 15.

- ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERNAL AUDITORS, PRICEWATERHOUSECOOPERS (a cura di) (2006), “La gestione del rischio aziendale – ERM Enterprise Risk Management: modello di riferimento e alcune tecniche applicative, (CoSO) Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission”, *Il Sole 24 ORE S.p.A.*, Milano.
- ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERNAL AUDITORS (2009), “Approccio Integrato al Sistema di Controllo Interno”, Corporate Governance, Position Paper.
- ATTISANO F., ROSATO R. (2011), “Modello 231, ERM e riforma della responsabilità amministrativa”, rivista dell’Associazione Italiana Internal Auditors, pubblicazione quadrimestrale, maggio/agosto, n.70, anno 2011, pag. 20 e ss.
- AZIENDA TRASPORTI MILANESI S.p.A., Principi del modello 231: [www.atm.it/it/IlGruppo/ComeLavoriamo/Documents/Principi\\_di\\_riferimento\\_del\\_Modello\\_231.pdf](http://www.atm.it/it/IlGruppo/ComeLavoriamo/Documents/Principi_di_riferimento_del_Modello_231.pdf) consultato in data 11/08/2014, ore 17,00.
- AA.VV. - DELOITTE & TOUCHE LLP, CURTIS P., CAREY M. (2012), *Risk assessment in practice*, [www.coso.org](http://www.coso.org).
- BARLINI S. (2010), “Modelli di successo”, rivista dell’Associazione Italiana Internal Auditors, pubblicazione quadrimestrale, maggio/agosto, anno 2010, pag. 39 e ss.
- BARILLA G. E R. FRATELLI S.p.A., Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231: [http://www.barillagroup.it/saveas/corporate/it/home/chisiamo/gruppo-Barilla/corporate-governance/sidebar/0/items\\_files/file/Modello%20Organizzativo.pdf](http://www.barillagroup.it/saveas/corporate/it/home/chisiamo/gruppo-Barilla/corporate-governance/sidebar/0/items_files/file/Modello%20Organizzativo.pdf) consultato in data 05/07/2014, ore 12,10.
- BERTINETTI G.S., CAVEZZALI E., GARDENAL G. (2013), “The effect of the enterprise risk management implementation on the firm value of European companies”, *Working Paper n. 10/2013, August 2013* del Department of Management dell’Università Ca’ Foscari di Venezia.
- CHIARA ASSICURAZIONI, Elenco dei Reati ex D.Lgs. 231/2001: [www.chiaraassicurazioni.it/dmdocuments/Elenco\\_reati.pdf](http://www.chiaraassicurazioni.it/dmdocuments/Elenco_reati.pdf) consultato in data 12/06/2014, ore 15,18.
- CIOCIA M., TROCCOLI C. SORIA D. (2011), Etica, mercato, modelli organizzativi e “valore d’impresa”, Ipsoa, Amministrazione e finanza, n 1.
- CESVE Servizi Informatici Bancari S.p.A. Consortile, Modello organizzativo ex D.Lgs. 231/01: [www.cesve.it/sites/default/files/doc\\_dlgs\\_231\\_modello\\_organizzativo\\_v1](http://www.cesve.it/sites/default/files/doc_dlgs_231_modello_organizzativo_v1).

- 0.pdf consultato in data 25/07/2014, ore 18,30.
- CONFINDUSTRIA, Decreto 231. Le Nuove Linee-guida di Confindustria per la costruzione dei modelli organizzativi: [www.confindustria.it/wps/portal/IT/AreeTematiche/Diritto-d-impresa/Documenti/Dettaglio-doc-diritto-impresa/4eaa0336-f353-4bc8-aa05-35dfda228a50/4eaa0336-f353-4bc8-aa05-35dfda228a50!/ut/p/a0/04\\_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOJ9PT1MDD0NjLz83UxNDBxNgpwCfYzdLCzDTPQLsh0VAVhK9gI/](http://www.confindustria.it/wps/portal/IT/AreeTematiche/Diritto-d-impresa/Documenti/Dettaglio-doc-diritto-impresa/4eaa0336-f353-4bc8-aa05-35dfda228a50/4eaa0336-f353-4bc8-aa05-35dfda228a50!/ut/p/a0/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOJ9PT1MDD0NjLz83UxNDBxNgpwCfYzdLCzDTPQLsh0VAVhK9gI/) consultato in data 05/09/2014, ore 9,10.
- CONFINDUSTRIA ASSOCONSULT, Linee guida per l'elaborazione di modelli organizzativi di gestione e controllo ex D.Lgs. N. 231/01: [www.assoconsult.org/files/Linee%20Guida%20231\\_definitivo.pdf](http://www.assoconsult.org/files/Linee%20Guida%20231_definitivo.pdf) consultato in data 23/06/2014, ore 18,45.
- COOPERATIVA TERREMERSE, Modello organizzativo 231: [www.terremerse.it/jdownloads/Altro/modOrg231.pdf](http://www.terremerse.it/jdownloads/Altro/modOrg231.pdf) consultato in data 05/07/2014, ore 11,05.
- CROUHY M., GALAI D., MARK R. (2006), *The essentials of risk management*, McGraw-Hill.
- COSSI COSTRUZIONI S.p.A., Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001: <http://www.cossi.com/writable/documents/modello.pdf> consultato in data 07/08/2014, ore 15,30.
- CTP (COMPAGNIA TRASPORTI PUBBLICI NAPOLI), Modello di organizzazione e gestione ex Decreto Legislativo 8 giugno 2001 n. 231 e s.m.i.: <http://www.ctp.na.it/pdf/MOD.ORG.231.pdf> consultato in data 12/08/2014, ore 13,15.
- DIONNE G. (2013), "Risk management: history, definition, and critique", *Risk Management & Insurance Review*, 10981616, Fall2013, Vol. 16, Issue 2.
- DE MAGLIE C. (2002), *L'eticità e il mercato. La responsabilità penale delle società*, Milano.
- EDISON STOCCAGGIO S.p.A., Modello di organizzazione e di gestione: <http://www.edison.it/media/edison-stoccaggio-modello231-2.pdf> consultato in data 16/07/2014, ore 14,13.
- ENEL S.p.A., Modello di Organizzazione e di Gestione ex Decreto Legislativo 8 giugno 2001 n. 231 Parte Generale: [http://www.enel.com/it-IT/governance/controls/internal\\_controls/compliance\\_program/](http://www.enel.com/it-IT/governance/controls/internal_controls/compliance_program/) consultato in data 16/07/2014, ore 13,25.
- ENI, Modello 231: [http://www.eni.com/it\\_IT/attachments/documentazione/responsabilita-](http://www.eni.com/it_IT/attachments/documentazione/responsabilita-)

- impresa/generali/Modello-231-definitivo.pdf consultato in data 16/07/2014, ore 16,56.
- ESART FONDERIE S.r.l., Parte Generale, Modello Organizzativo ex D.Lgs. 231/01: <http://www.esart.it/files/modello-organizzativo-esart.pdf> consultato in data 02/07/2014, ore 17,27.
- FERRARA D. (2009), *Governance e modelli di gestione del rischio – Guida alla realizzazione di modelli di gestione e organizzazione per la mitigazione del rischio ai sensi del D.Lgs. 231/01*, FrancoAngeli S.r.l., Milano.
- FERRONI B., SANTACROCE B., FRUSCIONE L. (2009), ““Modello 231” occasione da non perdere per la gestione e l'innovazione d'azienda”, Guida al Diritto - Instant "Responsabilità amministrativa delle società e Antiriciclaggio", Ottobre 2009, *Il Sole 24 Ore*: [http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Norme%20e%20Tributi/2010/speciale-231/la-guida/il-modello-organizzativo\\_instant-guida-diritto.shtml](http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/dossier/Norme%20e%20Tributi/2010/speciale-231/la-guida/il-modello-organizzativo_instant-guida-diritto.shtml) consultato in data 24/09/2014, ore 16,05.
- FRENKEL, HOMMEL, RUDOLF (2000), *Risk management: challenge and opportunity*, Springer.
- GALDINO R. (2012), *Costruire un modello di Governance – Organizzazione, Gestione e controllo ai sensi del D.Lgs. 8 giugno 2001, n. 231*, Sestante edizioni, Bergamo.
- GAREGNANI G.M. (2008), *Etica d'impresa e responsabilità da reato*, Giuffrè, Milano.
- GATES S., HEXTER E. (2005), *The strategic benefits of managing risks*. MIT Sloan Management review.
- GAUDENZI B. (2006), “Nuovi approcci di gestione dei rischi d'impresa: verso l'integrazione tra imprenditore e management”, *Sinergie Journal*, n.71, Settembre-dicembre, pp. 221-243.
- GAZZETTA UFFICIALE DELLA REPUBBLICA ITALIANA, “Legge 6 novembre 2012, n. 190 “Disposizioni per la prevenzione e la repressione della corruzione e dell'illegalità nella pubblica amministrazione”, edizione n. 265 pubblicata in data 13 novembre 2012, Roma: chrome-extension://oemmnadbldboiebfnladdacbfmadadm/<http://www.anticorruzione.it/wp-content/uploads/Legge-6-novembre-2012-n.-190.pdf> consultato in data 28/07/2014, ore 12,15.
- GENNARO V. (2009), “Gli attributi dei protocolli di controllo e il compliance audit: il concetto di verificabilità del funzionamento e dell'osservanza del Modello” rivista 231, pag.169.
- GIACOMINI S.p.A., *Modello di Gestione, Organizzazione e Controllo ai*

- sensi dell'art. 6, comma 3, del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231: [http://it.giacomini.com/sites/giacomini.it/files/modello\\_organizzazione\\_gestione\\_controllo\\_29072013.pdf](http://it.giacomini.com/sites/giacomini.it/files/modello_organizzazione_gestione_controllo_29072013.pdf) consultato in data 02/07/2014, ore 16,05.
- GORDON L.A. (2009), Enterprise Risk Management and Firm Performance: A Contingency Perspective, *Journal of Accounting and Public Policy* 28(4):301-327, July 2009.
- GRANDI SALUMIFICI ITALIANI, Modello "231" (Adozione del Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ai sensi del D.Lgs. 231/2001) Parte Generale, reperibile online al seguente link: [http://www.grandisalumificiitaliani.it/index.php?option=com\\_docman&task=doc\\_download&gid=125&Itemid=143](http://www.grandisalumificiitaliani.it/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=125&Itemid=143) consultato in data 05/07/2014, ore 18,20.
- GTT (GRUPPO TORINESE TRASPORTI), Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del D.Lgs. 231/2001, Parte Generale: <http://www.gtt.to.it/gruppo/modorg.pdf> consultato 12/08/2014, ore 9,00.
- IELO P. (2006), Compliance programs: natura e funzione nel sistema della responsabilità degli enti. Modelli organizzativi e D.Lgs. 231/2001, in *Rivista 231*, 2006.
- KNET PROJECT, Il "Modello 231" come leva per il miglioramento della Governance aziendale: <http://knetproject.files.wordpress.com/2014/01/231-e-governance-knet-project.pdf> consultato in data 08/02/2014, ore 16,05.
- LANCELLOTTI G., LANCELLOTTI F. (2011), *Il modello di organizzazione, gestione e controllo ex D.Lgs. 8 giugno 2001, n. 231 – Uno scudo processuale per le società e gli enti*, G. Giappichelli Editore, Torino.
- LOMBARDIA INFORMATICA S.p.A., Modello di organizzazione e gestione ex Decreto Legislativo 8 giugno 2001 n. 231 Parte Generale: [http://www.lispa.it/shared/ccurl/586/260/Modello%20di%20organizzazi one%20ex%20D.Lgs.%20231-01%20\(Parte%20generale\)%20.pdf](http://www.lispa.it/shared/ccurl/586/260/Modello%20di%20organizzazi one%20ex%20D.Lgs.%20231-01%20(Parte%20generale)%20.pdf) consultato in data 26/07/2014, ore 10,40.
- MALAVASI M. (2009), "La segregazione dei ruoli e dei poteri quale strumento di Corporate Governance cui tendere nell'ambito del Modello Organizzativo ex D.Lgs. 231/2001": <http://www.rivista231.it/Articoli/2009/4/408/>
- MANACORDA C. (2006), La responsabilità amministrativa delle società miste, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, [www.rivista231.it](http://www.rivista231.it), 2006, 1, 153 ss..
- MCSHANE M. K., NAIR A., RUSTAMBEKOV E. (2011), "Does

- Enterprise Risk Management increase firm value?”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Sept 2011, Vol. 26 Issue 4, pp. 641-658.
- MSD ITALIA S.r.l., Modello di organizzazione, gestione e controllo ex D.Lgs. 8 giugno 2001 n. 231, reperibile online al seguente link: [www.msd-italia.it/documenti/Modello%20Organizzativo.pdf](http://www.msd-italia.it/documenti/Modello%20Organizzativo.pdf) consultato in data 18/07/2014, ore 19,05.
- PASCULLI M.A. (2010), Responsabilità sociale versus responsabilità penale dell'impresa: studio sui Modelli di Organizzazione, Gestione e Controllo quali strumenti di legalità preventiva e/o di strategia etico-integrata in ordine alle fattispecie negate e realizzate dal d.lgs. 231/01 e successive modificazioni, [www.rivista231.it](http://www.rivista231.it), 2010, 4, 41 ss.
- PEPPE L. (2002), *Societas delinquere non potest. Un altro brocardo se ne va*, Jovene, Napoli.
- PESENATO A. (2010), *Modello di organizzazione, gestione e controllo ex D.Lgs. 231/2001 – Linee guida per la redazione, presentazione ed applicazione: il caso ALPE holding S.p.A.*, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano.
- PFIZER ITALIA S.r.l., Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo, Parte generale e parti speciali A, B, C, D, E: [www.pfizer.it/cont/pfizer-italia-Modello-ex-D-Lgs-231-01/modello-ex-dlgs-.asp](http://www.pfizer.it/cont/pfizer-italia-Modello-ex-D-Lgs-231-01/modello-ex-dlgs-.asp) consultato in data 18/07/2014, ore 20,15.
- RIVISTA231, [www.rivista231.it/Legge231/Pagina.asp?Id=618](http://www.rivista231.it/Legge231/Pagina.asp?Id=618) consultato in data 04/02/2014, ore 16,09.
- REGIONE LOMBARDIA, informazioni generali su obbligo di applicazione del decreto legislativo 231/2001, Manuale Piattaforma 231, Piattaforma 231, Compliance 231: linee guida per gli organismi di vigilanza, Compliance 231: presentazione linee guida.
- ROBERT BOSCH S.p.A. (RBIT), Modello di organizzazione, gestione e controllo ex Decreto Legislativo 8 giugno 2001 n. 231, Parte Generale, reperibile online al seguente link: [http://www.bosch.it/media/it/compliance\\_1/organisational\\_model\\_and\\_attached/it/Modello\\_Organizzativo\\_Parte\\_Generale.pdf](http://www.bosch.it/media/it/compliance_1/organisational_model_and_attached/it/Modello_Organizzativo_Parte_Generale.pdf) consultato in data 02/07/2014, ore 21,05.
- ROMOLOTTI TOMMASO E. (2009), Modello Organizzativo e Corporate Social Responsibility: la via etica alla 231, Responsabilità amministrativa delle società e degli enti, n. 2, PLENUM, p. 123.
- ROSS S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE J.F. (2008), *Finanza aziendale, Il mulino*.
- SIGMA-TAU S.p.A., Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo, ai

sensi del D.Lgs. 231/2001, Documento di sintesi - Parte Generale:  
[http://www.sigma-tau.it/documenti/codice\\_etico/ST\\_Mod\\_231\\_v5.pdf](http://www.sigma-tau.it/documenti/codice_etico/ST_Mod_231_v5.pdf)  
consultato in data 19/07/2014, ore 10,24.

TESTO UNICO IN MATERIA DI TUTELA DELLA SALUTE E SICUREZZA, Decreto legislativo 9 aprile 2008, n. 81, attuazione dell'articolo 1 della legge 3 agosto 2007, n. 123:  
<http://www.altalex.com/index.php?idnot=40701> consultato in data 24/07/2014, ore 16,52.

TWISTER (2011), “Dieci anni di D.Lgs. 231”, rivista dell’Associazione Italiana Internal Auditors, pubblicazione quadrimestrale, gennaio/aprile, n. 69, anno 2011, pag. 9 e ss.

VENIS S.p.A., Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231:  
[http://www.venis.it/sites/www.venis.it/files/pagine\\_base/Venis%20-%20MO%20Parte%20Generale\\_31012014.pdf](http://www.venis.it/sites/www.venis.it/files/pagine_base/Venis%20-%20MO%20Parte%20Generale_31012014.pdf) consultato in data 26/07/2014, ore 11,18.

ZANUTTA S.p.A., Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del D.Lgs. 231/01, Parte Generale:  
[http://www.zanuttaspa.it/pdf/MOG\\_Zanutta\\_SpA\\_Parte\\_Generale.pdf](http://www.zanuttaspa.it/pdf/MOG_Zanutta_SpA_Parte_Generale.pdf)  
consultato in data 07/08/2014, ore 17,00.

# LA DEFINIZIONE E IL MONITORAGGIO DEL RISK APPETITE QUALE STRUMENTO PER UNA GESTIONE STRATEGICA DELLE IMPRESE ASSICURATIVE<sup>1</sup>

Andrea Bellucci, Martina Tofi<sup>2</sup>

## **1. Contesto, riferimenti dottrinari, obiettivi e quesiti di ricerca**

Il paper ha per oggetto il Risk Appetite che costituisce una delle componenti del più ampio sistema di Risk Management (Chapman, 2006). L'obiettivo di quest'ultimo è quello di contribuire al mantenimento e al potenziamento del valore dell'impresa inteso come entità attualizzata dei futuri cash flow attesi (Skipper, Known, 2007). Tale valore può essere minacciato da una riduzione dell'ammontare della ricchezza esistente, da un aumento delle spese future, da una riduzione delle entrate future, da un aumento del tasso di sconto applicato<sup>3</sup>. Con particolare riferimento al settore finanziario, e più nello specifico a quello assicurativo, il tema del Risk Appetite e del Risk Management più in generale appaiono di particolare interesse ed attualità in quanto, a partire dal 1° gennaio 2016, ha preso avvio il nuovo sistema di solvibilità prudenziale di Solvency II che prevede un approccio in tre pilastri, come quello bancario, volto a saldare tra di loro la misurazione dei requisiti patrimoniali con il sistema dei rischi assegnando un ruolo centrale ai controlli interni e ai presidi di governance, oltre che alla disclosure finanziaria verso i mercati (terzo pilastro). L'approccio olistico al risk management, di cui parla la Direttiva Comunitaria (EU, 2009), correla tra di loro la gestione dei rischi, la dimensione strategica degli obiettivi aziendali e il sistema di governance. In tal senso il paper intende partire dal contributo molto ampio e qualificato della dottrina italiana in tema di rischio e strategia che vede l'impresa immersa in un sistema di rischi (Amaduzzi 1963; Bertini, 1987, 1991, 1995, 2012; Ferrero, 1968; Giannessi, 1960) che ne pervade la natura stessa e ne condiziona la durabilità. Con particolare riferimento al settore assicurativo, la cui attività principale è la gestione di

---

<sup>1</sup> Il paper è frutto del lavoro congiunto dei due autori. In particolare, ad Andrea Bellucci possono essere attribuiti i paragrafi 1, 3, 4, 6 e a Martina Tofi i paragrafi 2 e 5.

<sup>2</sup> Università di Perugia.

<sup>3</sup> Per ulteriori approfondimenti sui concetti e sul processo di Risk Management e di Enterprise Risk Management si veda, oltre agli autori già citati: Gaunt (1998); Gorrivett & Nabiar (2006); Meulbreck (2002).

rischi per tali imprese simmetrici, cioè suscettibili sia di creare, sia di distruggere valore, appare di fondamentale importanza inserire la considerazione del sistema dei rischi nel governo strategico dell'impresa di cui il paper intende valorizzare le due dimensioni fondamentali: quella imprenditoriale, intesa come la capacità dell'azienda di proiettarsi nel futuro per individuare le possibilità di sviluppo e di crescita, e quella manageriale, che esprime le capacità tecnico-organizzative volte a garantire la consonanza delle combinazioni produttive alle linee guida che esprimono le intuizioni imprenditoriali (Onida, 1963; Bianchi Martini, 2001). Nel raccordo tra sistema dei rischi e governo aziendale è necessario mantenere un'elevata elasticità delle politiche di gestione in modo tale da adattare l'impresa e il suo assetto alla volatilità del mercato e alle mutate condizioni dell'ambiente esterno (Capaldo, 1965; Dezzani, 1971). Questo paper intende fornire un contributo al dibattito che si è formato e che andrà sviluppandosi nei prossimi mesi anche alla luce del fatto che l'Autorità Europea del settore, l'EIOPA, ha inteso indicare soltanto delle linee guida anche in materia di Risk Appetite per cui viene lasciata alle imprese una rilevante discrezionalità nella sua impostazione operativa e nella sua implementazione. Tutto ciò anche perché la Direttiva Comunitaria sottolinea come la strategia di gestione del rischio debba essere coerente con gli obiettivi strategici aziendali e con la cultura specifica dell'impresa. Da qui un'eterogeneità di approcci che emerge da una serie di studi che evidenziano come le imprese abbiano operato scelte differenti in termini di impostazione strategica e granularità dei rischi presi in considerazione (Deloitte, 2016), di categorie di rischio considerate e di sviluppo operativo attuato (CRO Forum, 2015), di numerosità e classi di indicatori adottati per il monitoraggio (Foulquier, Arias, 2016).

Nella letteratura internazionale i modelli correlati al risk management vengono inseriti nella categoria di quelli "ibridi". Si tratta di forme meta-organizzative costituite da pratiche, processi e competenze che danno vita a flussi informativi laterali che attraversano i confini delle unità aziendali, delle imprese e dei network di consulenti ed esperti (Miller, Kurunmaky, O'Leary, 2008). Dalla letteratura è stato sottolineato che tali assetti integrano al proprio interno e mettono in relazione componenti disparate ed eterogenee tra di loro (Callon, 1991; Latour, 1993; Miller, O'Leary, 2007). Nei modelli di risk management l'accounting entra in contatto e interagisce con altre competenze tecnico-scientifiche, quali quelle attuariali, per dare vita a sistemi di calcolo e di valutazione nuovi. Nello specifico questa forma di "ibridizzazione", che coinvolge non soltanto l'accounting, ma anche il management accounting e la definizione del processo strategico, offre al complesso delle discipline economico-aziendali l'occasione per occupare

uno spazio che stava perdendo a vantaggio di altre branche quali ingegneria e macro-economia (Miller, 1998). All'interno di tali entità l'accounting ha la funzione fondamentale di rendere visibili e calcolabili le realtà a cui si applica a sua volta integrandosi e modificandosi nel contatto con altre discipline. L'aspetto che appare centrale e che costituisce il fattore critico di successo nella definizione e nella gestione dei modelli di risk management e, in particolare in quello del Risk Appetite, è la capacità di creare le "dynamic capabilities" che consentano ad ogni impresa di integrare, costruire e configurare competenze interne ed esterne in grado di affrontare efficacemente i cambiamenti di contesto (Teece et alia, 1997). Per quanto riguarda la componente dell'accounting, si tratta di superare l'approccio gerarchico-verticale dei flussi informativi per dare maggiore enfasi agli obiettivi di integrazione all'interno dei network e delle organizzazioni (Hopwood, 1996) favorendo la comunicazione tra gli attori coinvolti e la gestione dell'incertezza. La letteratura rileva come lo studio dei modelli ibridi per il risk management sia stato nel tempo molto trascurato (Hood e Rothstein, 2000) e che l'impostazione dei regimi regolatori, che caratterizza gli intermediari finanziari, è più focalizzata su una gestione "difensiva" del rischio e rimanda, nelle sue linee guida generali, ad un approccio per modelli, gerarchici e "verticali" (Power, 2004), che deve trovare a livello di singola impresa quelle relazioni laterali ed ibride che consentono al management delle imprese di gestire al meglio il sistema dei rischi. Nel caso specifico si tratta di inquadrare lo sviluppo degli strumenti di management accounting, quali la pianificazione aziendale, e la strategia, con riferimento alle scelte relative al modello di business, in una logica risk based, che tenga conto cioè del livello di rischio generale assunto rispetto alle soglie ritenute sostenibili dall'impresa. Il lavoro intende fornire uno schema di riferimento utile per tratteggiare e realizzare questo processo di ibridizzazione che appare ad oggi scarsamente trattato in dottrina per il tema specifico degli intermediari finanziari e delle imprese assicurative in particolare e che soltanto a partire da questo anno potrà trovare applicazione all'interno di queste ultime.

La domanda di ricerca sarà appunto: quali caratteri deve assumere il processo di integrazione tra la componente di accounting e di economia aziendale e quelle di risk management? Più in dettaglio, quali confini, quale oggetto, quali attori e momenti di integrazione tra la dimensione di pianificazione e controllo e di strategia e quella di valutazione del rischio? Con quali metriche creare un raccordo ed un coordinamento e misurare il grado di integrazione e di compatibilità tra solidità e performance aziendali da un lato e livelli di rischio assunti dall'altro?

Per rispondere ai quesiti di ricerca enunciati il paper segue un approccio

qualitativo volto a coniugare i framework in prevalenza di taglio pratico con la letteratura soprattutto valorizzando l'approccio strategico legato alla gestione del rischio tipica della dottrina aziendale italiana e tenendo conto delle specificità del settore assicurativo. Esso descrive la dimensione di raccordo e di integrazione tra la strategia aziendale, il processo di valutazione del rischio e il sistema di governance e dei controlli interni dell'impresa. Tale aspetto, seppur fortemente sottolineato dalle direttive comunitarie e dagli Organi di controllo nazionali ed internazionali appare quello più suscettibile di sviluppo ed approfondimento in quanto l'impegno delle imprese e gli attuali contributi di ricerca si sono fino ad oggi prevalentemente focalizzati sulla misurazione dei requisiti quantitativi di capitale di primo pilastro richiesti dalla normativa (Floryszak et alia, 2014; Bauer et alia, 2015; Boonen, 2015; De Angelis, Granito, 2015; Mao et alia, 2015).

Il tema specifico, infatti, rileva pochi contributi dottrinari, a fronte di un'ampia letteratura sul risk management in generale (Meher and Hedges, 1963; Nocco, 2006; Beretta, 2004; D'Onza, 2008; Monda et alia, 2013; Lechner and Gatzert; 2016) e alcune pubblicazioni di carattere professionale ed operativo volte a rappresentare dei modelli di applicazione del risk appetite (PWC, 2014; CRO Forum, 2013). Nello stesso tempo, come detto, l'impianto regolatorio risente della logica per pilastri che punta agli output di ciascuno di essi senza però fornire un framework di riferimento sui collegamenti orizzontali tra di loro. Tutto ciò naturalmente per seguire l'approccio principle based e per consentire a ciascuna impresa di calare il modello di risk appetite nella specifica realtà.

Nell'intento di perseguire l'obiettivo enunciato vengono prima di tutto tratteggiati la definizione e il perimetro del risk appetite per poi sviluppare le principali logiche e fasi del relativo processo e le tipologie di rischio oggetto di analisi. Tenendo conto della necessità di raccordare il processo di elaborazione del risk appetite con la pianificazione strategica, viene poi rappresentato il sistema degli stakeholder interni ed esterni che partecipano, con diverso ruolo e peso, e che influenzano la costruzione del risk appetite framework e le priorità assegnate alle diverse categorie di rischio. Il lavoro infine passa in rassegna la classi di indicatori che possono essere adottati per monitorare i livelli effettivi di rischio assunti rispetto alle soglie pianificate.

## **2. Aspetti definatori e perimetro di applicazione del Risk Appetite**

L'esplicita formulazione del Risk Appetite è contenuta nella previsione dell'ORSA (Own Risk and Solvency Assessment) che si inquadra nell'introduzione del processo più ampio di Enterprise Risk Management, richiede alle imprese una forte evoluzione nella cultura del controllo

(Lamboglia, 2012) e le chiama alla sfida di una gestione dei mezzi propri disponibili tramite un'allocazione per business unit (Foulquier, Arias, 2016). L'approccio adottato prevede una visione olistica del risk management in cui si inserisce la definizione del Risk Appetite, prevista dagli articoli 35, 41, 44, 45, 51 e 120 della Direttiva Europea di Solvency II che indica i requisiti per il risk management e la governance. Tale definizione specifica che le imprese devono implementare sistemi di gestione del rischio che comprendano strategie, processi e procedure volte ad identificare, misurare, monitorare, gestire e rendicontare i rischi e le loro interdipendenze a livello individuale ed aggregato. L'appetito per il rischio può essere definito come l'esposizione complessiva al rischio che un'impresa è pronta ad assumersi per raggiungere i propri obiettivi (Chase-Jenkins et alia, 2010); con tale definizione si ricomprende sia l'alea che si vuole trattenere presso di sé, sia la componente che si vuole ridurre o del tutto eliminare. Con riferimento al settore finanziario il Financial Stability Board specifica che la scelta di Risk Appetite comporta la definizione delle tipologie di rischio che si vogliono assumere e che l'impresa, nella loro individuazione, deve tenere conto della propria capacità di sostenerle alla luce degli obiettivi strategici e di business plan (Financial Stability Board, 2013). Il risk appetite trova la sua esplicitazione nell'ambito del RAF (Risk Appetite Framework) che può essere definito come l'approccio globale, costituito da politiche, processi, controlli e sistemi attraverso i quali il risk appetite stesso viene definito, comunicato e monitorato. Il RAF include la definizione del rischio, i limiti dello stesso, ed uno schema dei ruoli e delle responsabilità che sovrintendono alla sua implementazione e al suo monitoraggio nel tempo. Esso esplicitato e comunicato all'esterno, sia a livello aggregato, sia di tipologie di rischio, attraverso il Risk Appetite Framework. In tale documento vengono articolate e declinate le soglie di rischio target, attraverso l'utilizzo di misurazioni quantitative, come livello di utili, capitale e liquidità, entità dei rischi, e qualitative, inerenti ad esempio il rischio reputazionale e strategico. Il processo di definizione del Risk Appetite ha come base di riferimento il "Risk Profile", cioè l'esposizione netta al rischio che l'impresa intende assumere in un'ottica strategica a livello aggregato. Esso esprime il posizionamento scelto dalla compagnia che deve essere allineato al business model e alla strategia dell'impresa. Tale valutazione parte da una mappatura dei rischi che può essere basata sul primo pilastro di Solvency II ma può prendere in considerazione anche altre categorie di esposizione quali quella legata al debito sovrano ed, in generale, non comprese nelle metriche di Solvency. Essa consiste nell'identificazione, misurazione e quantificazione dell'impatto potenziale dei rischi stessi sull'impresa. Dai singoli profili di

rischio, in genere determinati a livello di business unit, oltre che di tipologia, si ottiene il profilo globale di compagnia da cui ha origine il processo di definizione delle altre “soglie” di rischio che richiedono una valutazione strategica e tattica delle scelte aziendali che coinvolge le figure interne ai diversi livelli gerarchici: risk capacity, risk appetite, risk tolerance, risk limits e risk profile. La Risk Capacity rappresenta il massimo livello di rischio che la compagnia è tecnicamente in grado di assumere data la sua base di capitale, la sua posizione di liquidità attuale e prospettica e i vincoli regolamentari. Il Risk Appetite è - di norma - inferiore alla capacità di assorbire i rischi. Può anche essere descritto come una misura per definire quanto rischio l'organizzazione è in grado di sostenere per raggiungere i suoi obiettivi strategici, pur continuando a fare affari in modo sicuro e senza danni per l'impresa. L'FSB ha definito la Risk Capacity come "il livello massimo di rischio che l'istituto finanziario può assumere dato il suo attuale livello di risorse prima di violare i vincoli determinati da esigenze di capitale e di liquidità regolamentari, l'ambiente operativo (ad esempio infrastrutture tecniche, capacità di gestione del rischio, le competenze) e le obbligazioni (FSB, 2013)". La Risk Tolerance è definita come la deviazione massima ritenuta accettabile dagli obiettivi di rischio stabiliti nel Risk Appetite. La soglia di tolleranza è fissata in modo da assicurare in ogni caso margini sufficienti per operare, anche in condizioni di stress, entro il massimo rischio assumibile. Nel caso in cui sia consentita un'esposizione oltre l'obiettivo di rischio fissato, fermo restando il rispetto della soglia di tolleranza, sono individuate le azioni gestionali necessarie per ricondurre il rischio assunto entro l'obiettivo prestabilito. Nella definizione delle soglie di tolleranza si può far rientrare la dimensione tattica di applicazione del risk appetite in cui l'ammontare globale di rischio viene declinato per ciascuna tipologia dello stesso, per business unit, per linea di prodotto. In questo ambito riveste un ruolo fondamentale la corretta ed efficace comunicazione, ai diversi livelli gerarchici coinvolti, dei parametri da applicare per definire le soglie di tolleranza. Tenendo conto del fatto che la risk tolerance ha una dimensione operativa ma assume, a fronte della necessità di cambiamento legata al mutare degli scenari, una funzione particolarmente strategica per l'impresa, sono validi, in alcune circostanze, approcci differenti per definire i livelli di tolleranza. A tale proposito, tra gli altri, possono essere presi riferimenti differenti quali: a) il giudizio del board o del management; b) una percentuale degli utili e del capitale proprio; c) i requisiti di capitale o dei benchmark del settore; d) la capacità di raggiungere gli obiettivi di business aziendali; e) aspettative o requisiti richiesti da altre classi di stakeholder; f) basi statistiche; g) modelli quali quello dell'economic capital o quello della

scenario-analysis (Ima, 2015). Il Risk Limit infine può essere definito come la quantità di rischio accettabile relativo a linee di business o a tipologie di rischio specifiche che dipende dal livello di granularità con cui viene scomposto il Risk Appetite; si tratta di misure quantitative che vengono valutate con una logica prospettica. La definizione di livelli di rischio nella dimensione delle linee di business o di categorie puntuali di esposizione è auspicabile in presenza di specifici strumenti di reporting in quanto si può rendere più efficace la relativa attività di monitoraggio grazie alla più elevata frequenza delle verifiche effettuate, ad esempio su portafogli di affari più limitati, e favorisce interventi correttivi più tempestivi.

Le tipologie di rischio da considerare nel processo di valutazione possono essere soggette ad un apprezzamento quantitativo o qualitativo e sono in parte incluse nelle tassonomie del Pillar I di Solvency II. Per quanto riguarda i rischi rientranti in una valutazione quantitativa diretta si hanno il rischio di mercato, correlato alla fluttuazione dei prezzi degli strumenti finanziari influenzata a sua volta da una serie di fattori; il rischio di credito, legato al deterioramento della capacità di rimborso delle controparti, alla concentrazione dell'esposizione su pochi soggetti, al rating del debito; il rischio assicurativo, a sua volta scomponibile in una serie di fattori, e legato alle esposizioni agli andamenti tecnici e ai comportamenti degli assicurati; il rischio operativo, meno apprezzabile nella sua implicazione quantitativa ma oggetto anch'esso di ponderazione attraverso una valutazione dell'impatto delle disfunzioni legate agli uomini, ai processi e ai sistemi informativi all'interno dell'organizzazione aziendale (Tabella 1, in cui sono riportate, a titolo esemplificativo, alcune delle metriche utilizzate).

*Tabella 1: Principali categorie di rischio quantificabili*

| <b><i>Risk Type</i></b> | <b><i>Risk Metrics</i></b>   |
|-------------------------|--|
| <i>Market Risk</i>      | <i>Funded yield vs. portfolio/plan yield, pricing interest margin, current and projected reserve margin, duration mismatch, sensitivity of MV surplus, and accounting to risk factors such as interest rates, FX, equity, commodity indices, VaR</i> |
| <i>Credit Risk</i>      | <i>Counter party rating, concentration, debt rating, VaR.</i>  |
| <i>Insurance Risk</i>   | <i>Exposures, concentrations, trend, policyholder behavior, VaR.</i>   |
| <i>Operational Risk</i> | <i>Exposures, risk control assessment outputs, VaR</i>   |

*Fonte: CRO Forum, 2013.*

Mentre i rischi direttamente quantificabili sono già oggetto di consolidata

considerazione sia in termini di ricerca, sia di pratica professionale anche all'interno delle imprese, quelli qualitativi hanno ad oggi una minore applicazione, pur rappresentando aree di rischio talvolta foriere di elevati impatti sulla solvibilità delle imprese. Tra di essi è molto importante, prima di tutto, data la caratteristica fiduciaria della relazione tra cliente e impresa finanziaria (Gabbi, 2010), il rischio reputazionale correlato all'eventuale deterioramento dell'immagine aziendale e ad un aumento della conflittualità con gli assicurati, dovuto anche alla scarsa qualità dei servizi offerti, al collocamento di polizze non adeguate o al comportamento della rete di vendita. Accanto ad esso il rischio strategico che, seppur non espressamente previsto dalla normativa di Solvency e dai suoi recepimenti locali, è centrale nell'ambito di una valutazione organica del sistema dei rischi per cogliere l'esposizione complessiva della compagnia in termini di suo equilibrio prospettico<sup>4</sup>. A tale proposito, in linea con la definizione di strategia accolta in questo testo, si fa riferimento al rischio strategico come una forma di disallineamento tra le seguenti principali variabili: obiettivi strategici dell'impresa, strategie di business, risorse impiegate per il raggiungimento degli obiettivi strategici e situazione economica del mercato in cui l'impresa opera (Bellucci, 2014). Nel loro complesso, questo secondo gruppo di rischi ha un impatto prevalentemente indiretto sui risultati economici ma genera danni materiali o intangibili che si ripercuotono in maniera talvolta esponenziale sul conto economico ma, soprattutto, sull'immagine e il posizionamento strategico della compagnia di assicurazione. Si tratta quindi di rischi che, da un lato, appaiono di difficile quantificazione in tutte le loro implicazioni<sup>5</sup> e, dall'altro, hanno una significativa rilevanza sulle condizioni di equilibrio prospettico dell'impresa. Queste due tipologie di rischio possono trovare spazio nella formulazione del risk appetite aumentando la qualità e l'efficacia del processo di pianificazione strategica<sup>6</sup>. Oltre alle forme di esposizione menzionate, va preso in considerazione il rischio di modello, cioè l'eventualità che i modelli utilizzati per la pesatura e la

---

<sup>4</sup> Il rischio strategico è escluso dalla tassonomia dell'art. 44 della direttiva Solvency II, ma è stato inserito dalle misure di secondo e terzo livello. Nella pre-consultazione di EIOPA su ORSA del 7 novembre 2011 è presente un esplicito riferimento al rischio strategico quale "il rischio attuale o potenziale di un impatto sui ricavi o sul capitale derivante da decisioni di business errate, da un'impropria implementazione di tali decisioni o da scarsa reattività ai cambiamenti nel settore di riferimento".

<sup>5</sup> Per approfondimenti sugli approcci alla valutazione del rischio reputazionale si veda: G. Gabbi, Definizione, misurazione e gestione del rischio reputazionale degli intermediari bancari, Banca Impresa e Società, a. XXIII, n. 1, Il Mulino, 2004.

<sup>6</sup> Sulla gestione del rischio reputazionale si veda R. Lamboglia, G. D'Onza, Un modello di gestione del rischio reputazionale. Dall'identificazione al fronteggiamento, in "Management Control", 3, 2013.

valutazione prospettica dei rischi possano presentare imperfezioni o limiti. In tal caso è necessario una verifica periodica della validità del modello stesso in tutte le sue componenti, comprese le serie di dati utilizzate, al fine di non incorrere in errori sistematici che possono avere conseguenze rilevanti sull'intero processo di risk appetite e di monitoraggio delle soglie.

### **3. Il processo del Risk Appetite all'interno della pianificazione strategica aziendale**

Come indicato nella direttiva comunitaria il processo di risk appetite va visto in una logica evolutiva che si sviluppa per fasi e che prevede una revisione ogni qual volta dal monitoraggio dei livelli di rischio effettivi, rispetto a quelli pianificati, si rilevi un superamento. Il Financial Stability Board prevede che esso sia allineato con i piani aziendali, lo sviluppo della strategia, la pianificazione del fabbisogno di capitale, gli schemi retributivi e che coinvolga nella sua elaborazione in maniera trasversale le funzioni aziendali interessate e il consiglio di amministrazione della società. A fronte delle rilevate differenze di approccio si ritiene che l'impostazione più efficace sia prevedere, come indicato nella Figura 1 (<http://www.sidrea.it/definizione-monitoraggio-risk-appetite/>) sotto riportata, un processo simultaneo di pianificazione della strategia di business e di quella di rischio al fine di giungere al profilo di rischio aziendale che tenga conto anche delle azioni di mitigazione che possono essere assunte dalla compagnia. Il risk appetite deve avere un approccio dinamico che supporti la pianificazione di business e sia in grado di sostenere l'impresa nel fronteggiamento di eventi o andamenti che possano peggiorarne i risultati e/o la sua solidità patrimoniale.

Qualora, infatti, in corso d'anno si rilevassero degli scostamenti tra valori effettivi di rischio e soglie ritenute critiche, l'impresa potrà mettere in atto dei contingency plan che riconducano l'esposizione effettiva nei range previsti di Risk Appetite o di Risk Tolerance. Oltre a degli interventi di contenuta rilevanza, l'impresa potrebbe poi trovarsi a dover porre in essere delle azioni di maggior respiro quali un rafforzamento patrimoniale. Ma un'adeguata pianificazione consente di agire su altre leve come ad esempio la revisione dei piani di riassicurazione, volta ad aumentare quantità e tipologia dei rischi ceduti e riassicurati, modifiche rilevanti dei mix di business in portafoglio al fine di cedere volumi di affari in rami con un peggioramento del risultato tecnico, maggiore selezione dei rischi assunti, anch'essi nelle aree che presentano maggiore criticità, modifiche nelle politiche di investimento, rivisitazione dell'offerta di prodotti (Orros et alia, 2011). Queste scelte rappresentano dei momenti particolarmente qualificanti

del processo strategico aziendale e richiedono, oltre ad un monitoraggio costante del valore assunto dai parametri di performance e di rischio, elevate competenze e capacità decisionale sia per l'alta direzione, sia per il consiglio di amministrazione delle imprese. L'approccio di risk appetite dovrebbe proprio supportare il processo decisionale fornendo elementi più precisi di valutazione ed allargando lo spettro delle possibili opzioni di intervento rispetto alla sola leva della ricapitalizzazione. In tal senso bisogna ricordare la non agevole strada dei rafforzamenti patrimoniali, magari in fasi di mercato difficili, sia per il vero e proprio accesso al capitale, sia per l'onerosità che tale strada potrebbe prevedere. Nello stesso tempo non si può non notare come gli effetti di interventi quali quelli indicati in molti casi non riescono a manifestare i propri benefici nel breve termine ma in un orizzonte temporale più lungo. In tal senso è auspicabile che, già nelle fasi di formulazione strategica degli obiettivi aziendali e di definizione delle scelte conseguenti, l'impresa mantenga degli spazi di flessibilità tali da poter attivare velocemente alcune delle opzioni indicate. Il processo del Risk Appetite costituisce un momento di raccordo tra gli intenti strategici dell'impresa e la loro attuazione. Nella sua formulazione, quindi, si crea un meccanismo iterativo tra le funzioni aziendali coinvolte, l'alta direzione e il board dell'impresa. A tale proposito non è univoco il punto di vista se il suo approccio debba essere top-down e bottom up anche se vanno presi in considerazione gli aspetti salienti di entrambe le visioni di analisi (Orris, 2011). In un percorso top down il risk appetite viene determinato dal board per poi essere calato nelle aree operative. In questo caso i vantaggi sono legati in un maggior coinvolgimento del vertice che può così promuovere e supportare direttamente la sua attuazione assicurando una maggiore integrazione tra le scelte di risk management e le decisioni strategiche di business. Inoltre, la sede del consiglio di amministrazione appare più consona per arrivare ad una composizione di eventuali punti di vista configgenti dei differenti stakeholder. Altro aspetto importante è quello di un approccio al rischio più organico ed ampio che non sconti le visioni parziali di cui possono essere portatrici delle figure di livello inferiore nella struttura aziendale. Nello stesso tempo, un simile approccio può essere pregiudicato dalle percezioni e da eventuali pregiudizi detenuti dai componenti del board e la formulazione top down potrebbe generare vincoli alla successiva attività di esecuzione legati alla non perfetta conoscenza e consapevolezza delle criticità e delle esigenze operative. All'opposto un processo bottom up offrirebbe il vantaggio di una maggiore vicinanza alla gestione aziendale in modo tale da cogliere con efficacia i fattori di rischio insiti nei processi aziendali usufruendo anche dell'esperienza diretta degli addetti ai lavori.

Altro elemento rilevante è la maggiore responsabilizzazione del management di linea al quale, in questo caso, viene demandata l'individuazione del risk appetite per l'area di business di propria competenza. Gli aspetti critici di questo secondo approccio vanno ascritti ad una visione più operativa e settoriale dalla quale risulta più difficile giungere ad una aggregazione e a una sintesi del risk appetite che assicuri una visione organica e che possa efficacemente essere correlata agli obiettivi generali di business. Proprio questa "parzialità" di approccio potrebbe non consentire l'adozione di un'adeguata flessibilità nella previsione delle leve prima viste di aggiustamento nel tempo dei livelli di rischio effettivamente assunti. Inoltre si tratta di una modalità che richiederebbe molto tempo ed un impegno rilevante di un numero elevato di risorse aziendali. Si può concludere affermando che si ritiene auspicabile il maggior coinvolgimento possibile degli amministratori della società, in linea con la visione degli Organi di Vigilanza europei e nazionali, che richiede però due presupposti: un elevato livello di competenze, un processo di reporting e di feed-back molto efficace che consenta di poter valutare nel merito, non avendo tali figure visibilità diretta sui processi operativi. La scelta tra i due approcci si interseca con un altro elemento di scelta legato al livello di granularità delle tipologie di rischi e di ambito aziendale al quale scendere nella definizione del risk appetite. Si tratta di una valutazione difficile che va legata alla dimensione e all'articolazione dell'impresa in termini di aree di business e di livelli gerarchici aziendali. Certamente il requisito di un'effettiva capacità di governo delle leve di intervento da parte dei responsabili a cui viene affidata la gestione di una certa soglia di rischio deve essere uno degli elementi centrali della decisione.

#### **4. Il governo del processo e gli stakeholder interni ed esterni**

Quanto affermato sulla necessità di integrazione tra il processo di risk appetite e quello strategico e di allineamento tra lo stesso e la cultura ed i valori di ciascuna impresa evidenzia l'ampiezza e la delicatezza richiesta nella scelta degli attori di tale processo.

In linea con i principi emanati del Financial Stability Board spetta al consiglio di amministrazione l'approvazione del risk appetite statement che deve essere sviluppato in collaborazione con l'amministratore delegato, il responsabile della gestione del rischio e il direttore finanziario. Quest'ultimo traduce le deliberazioni degli amministratori in obiettivi prevalentemente quantitativi e in soglie di vincoli da attribuire alle linee di business e, talvolta, alle singole società appartenenti ad un gruppo. Una valutazione indipendente del risk appetite framework, ad esempio dall'internal auditor, da un auditor

esterno o da una altra terza parte, è critica per assicurare un monitoraggio continuo e per verificare l'adeguatezza del disegno e l'efficacia del sistema dei controlli interni e del governo del rischio da parte dell'impresa. La forza e la qualità della relazione tra i componenti del board e le figure aziendali prima menzionate, fino ai principali responsabili delle linee di business, appare decisiva per garantire l'effettività del risk appetite framework. Pur dovendo essere ritagliate le responsabilità nel processo sulla base della dimensione aziendale, della sua articolazione e sulla complessità delle aree di business, ai presidi di controllo interno spetta in ogni caso giocare un ruolo centrale di garanti e, nelle occasioni in cui è richiesto, di esperti di rischi e delle loro implicazioni.

In termini di ruoli e di responsabilità si possono delineare tre livelli aziendali a cui attribuire, sulla base dell'articolazione organizzativa, del contesto generale e delle scelte aziendali, una funzione nel processo di definizione, implementazione e monitoraggio del Risk Appetite e del Risk Statement (Lam, 2015). La rappresentazione viene sviluppata tenendo conto delle linee di "fronteggiamento" dei rischi e prevede: a) il livello di business unit e delle funzioni aziendali in cui si trovano i veri e propri "risk owner" a cui può essere attribuito un ruolo di definizione delle strategie di business di area, delle relative metriche e tolleranze di rischio. Essi si muovono nell'ambito del risk appetite definito a livello aziendale e relazionano all'executive management su eventuali scostamenti dalle politiche generali; b) il livello dell'executive management che, con il supporto del risk e del compliance manager, definisce in genere la strategia corporate e il risk appetite framework, monitora l'esposizione aggregata al rischio rispetto ai livelli previsti di tolleranza ed ha una funzione di comunicazione del risk appetite statement, di promozione e diffusione della cultura del rischio e di ottimizzazione del ritorno degli investimenti rispetto ai livelli di rischio definiti. Al terzo livello si ha il board dell'impresa che ha la funzione di approvare ed eventualmente rivedere il RAF, assicurare il governo del rischio ed una visione esterna ed ampia, ed infine verificare l'adeguatezza del RAF con il supporto dell'internal audit.

Nella definizione del risk appetite framework, dei suoi confini, dei suoi obiettivi e correlati parametri di misurazione, assume un ruolo centrale il sistema degli stakeholder che hanno obiettivi ed aspettative differenti in termini di contenuti e, spesso, di orizzonte temporale. Le loro aspettative, con differente gradazione, ne influenzano le priorità e variano da impresa ad impresa. Dalla Tabella 2, che, per le principali categorie di stakeholder, definisce le metriche di valutazione ed il relativo framework di riferimento, si evidenzia come gli azionisti siano interessati alla stabilità dei dividendi,

alla crescita di lungo termine e al valore dell'economic capital e del franchise value dell'impresa mentre gli assicurati hanno a cuore, prima di tutto, il livello di solvibilità dell'impresa, il grado di liquidità e di sostenibilità del debito, la reputazione e la capacità di offrire un servizio di qualità. I creditori sono anch'essi interessati alla capacità della compagnia di far fronte agli impegni assunti. I regulators sono ovviamente focalizzati sul grado di solvibilità e sul rispetto della normativa. I dipendenti, infine, guardano con attenzione alla stabilità dei risultati, alla crescita e alla reputazione dell'impresa.

*Tabella 2: Aspettative delle principali categorie di stakeholder*

| <i>Shareholder Group</i> | <i>Metrics</i>  | <i>Valuation Framework</i>  |
|--------------------------|---|---|
| <i>Shareholder</i>       | <i>Earnings Volatility<br/>Economic Capital<br/>Franchise Value</i>                     | <i>Local GAAP, IFRS, US<br/>STAT<br/>Market consistent<br/>Market vs Book Value</i> |
| <i>Policyholders</i>     | <i>Solvency ratio<br/>Debt Rating, Liquidity<br/>Reputation, Quality of<br/>service</i> | <i>Market consistent<br/>Specific</i>   |
| <i>Debt Holders</i>      | <i>Debt Rating, Leverage,<br/>Liquidity<br/>Solvency ratio</i>                          | <i>Market consistent</i>  |
| <i>Regulators</i>        | <i>Solvency ratio<br/>Non Compliance</i>  | <i>Specific<br/>Specific</i>  |
| <i>Employees</i>         | <i>Earnings Volatility,<br/>Growth<br/>Reputation</i>                                   | <i>Local GAAP, IFRS, US<br/>STAT<br/>Specific</i>                                   |

*Nostra elaborazione da: CRO Forum, 2013.*

La definizione del risk appetite dovrà conciliare le priorità nelle aspettative dei principali stakeholder, per mantenere la necessaria consonanza con l'ambiente di riferimento (Coda, 1998), facendo leva sulle risk tolerance. Questo aspetto, come si vedrà più avanti, influenza i parametri da prendere in considerazione per la misurazione del Risk appetite e per il monitoraggio nel tempo dello scostamento dallo stesso dei livelli di rischio effettivi.

## **5. Il sistema degli indicatori**

Al fine di monitorare e cogliere eventuali sintomi di criticità nelle soglie di rischio definite, le imprese assicurative fanno in genere riferimento a classi di indicatori inerenti differenti aree di performance aziendali (Foulquier, Arias, 2016). Prima di tutto i livelli di solvibilità, che possono avere più logiche di determinazione: l'ammontare puntuale previsto da Solvency II, oppure uno o più valori intermedi volti a stabilire delle soglie di attenzione, o anche valori ottenuti da modelli interni. In ogni caso la metodologia di calcolo più utilizzata è quella del Value at Risk, in un intervallo di confidenza del 99,5% basato sulle regole di Solvency II. Alcune imprese utilizzano modelli più sofisticati con range di confidenza più ampi ed intervalli temporali più estesi. Altro sistema di indicatori molto utilizzato è quello che si riferisce ai livelli di profittabilità dell'impresa. Tali parametri appaiono anch'essi efficaci in quanto hanno il vantaggio di monitorare la volatilità dei risultati della compagnia. Spesso le imprese utilizzano anche gli obiettivi di budget quali metriche di verifica dei livelli di rischio; se hanno il vantaggio di essere degli strumenti correnti di verifica, appaiono poco espressivi dell'effettiva assunzione di rischi e sono più spesso adottati dalle imprese in forma di mutua che hanno meno attenzione per la profittabilità ed una maggiore focalizzazione sui livelli di patrimonio detenuti. Tenuto conto delle caratteristiche delle combinazioni produttive assicurative assumono un'elevata importanza, pur non essendo espressione diretta del risk appetite, gli indicatori tecnici, quali il loss ratio ed il combined ratio, in quanto il deterioramento degli andamenti dei contratti rappresenta nel medio termine, e talvolta anche nel breve, una delle cause principali di peggioramento dell'equilibrio economico e patrimoniale delle imprese assicurative. Se hanno il limite di non essere correlati direttamente ai risultati finanziari sono indispensabili, soprattutto nei rami danni, per cogliere i margini di manovra e di intervento per ristabilire condizioni di allineamento tra livello dei rischi effettivo e soglie definite preventivamente dal risk appetite statement. Viene poi preso in considerazione il livello di liquidità che, nelle imprese assicurative, in normale condizione di avanzo finanziario, presenta una minore significatività rispetto agli altri intermediari finanziari. In contesti di particolari tensioni nel mercato finanziario esse possono subire momenti di difficoltà legati ai riscatti in massa dei propri assicurati nei rami vita, soprattutto nelle fasi di crollo dei rendimenti legate anche a consolidati contesti di bassi tassi di interesse. In tali condizioni le compagnie assicurative potrebbero non essere in grado di remunerare tramite gli attivi investiti i rendimenti garantiti con perdite in conto economico che rischiano di intaccarne la solidità patrimoniale. Possono, infine, essere presi in

considerazione dei parametri di soddisfazione della clientela riferiti al numero di contratti receduti, ai livelli di lamentele e reclami. Secondo alcuni si tratta di indicatori poco espressivi dei livelli di rischio (Foulquier, Arias, 2016) ma, a nostro avviso, essi devono essere monitorati in un'ottica di medio lungo-termine quale espressione di potenziali rischi reputazionali e strategici che possono nel tempo peggiorare il posizionamento dell'impresa. Anche in linea con il Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO, 2012), il sistema di indicatori, per essere maggiormente efficace nel giorno per giorno ed entrare maggiormente nei processi aziendali, deve essere quanto più possibile calato sia al livello tattico, cioè della risk tolerance, sia a livello operativo, cioè con riferimento ai limiti di rischio. In tal senso è necessario mettere in atto un processo di allocazione del capitale per singole imprese di un gruppo e per ciascuna business unit per poi misurare i livelli di performance. In ogni caso la dimensione più efficace di analisi e monitoraggio va individuata caso per caso ed impresa per impresa per poter coniugare la visibilità e la significatività dei risultati con un'effettiva capacità di intervenire per correggere andamenti e livelli di rischio non in linea con il risk appetite statement.

## **6. Prime considerazioni e proposte di approfondimento e ampliamento del lavoro di ricerca**

Il presente lavoro è partito dalla considerazione dell'utilità e dell'attualità di definire le linee guida di un modello per il risk appetite, concetto introdotto nel 2016 nelle imprese assicurative nell'ambito dell'evoluzione normativa della solvibilità prudenziale. Le linee guida principle based trasferite dal regulator non prevedono dei riferimenti puntuali ed in letteratura tali modelli vengono fatti rientrare nei modelli ibridi, che vedono l'integrazione tra discipline differenti, senza però che ne siano stati tratteggiati gli specifici contorni per gli intermediari finanziari.

In tal senso il paper ha sviluppato, senza la pretesa di esaustività, un modello specifico per il settore assicurativo volto a definirne le principali componenti ed avente l'obiettivo di dare centralità alla dimensione di pianificazione strategica. Il lavoro ha proposto la rappresentazione di un processo che è in grado di integrare, secondo quanto indicato dalla letteratura, le competenze e gli strumenti di management accounting e di strategia con le conoscenze e le tecniche attuariali di valutazione dei rischi nell'ottica di giungere ad una formulazione delle strategie aziendali in grado di apprezzarne appieno le implicazioni in termini di rischi assunti. Inoltre si è data particolarmente importanza ad un requisito, molto sottolineato nella

dottrina economico-aziendale, quale quello della flessibilità, focalizzando l'attenzione sulla previsione sia ex ante, in fase di concepimento delle strategie, sia nella fase di monitoraggio, di misure e di piani correttivi che possano ristabilire le condizioni di un equilibrio sostenibile da parte dell'impresa.

Per inquadrare il tema sono state sviluppate le definizioni che caratterizzano il processo di risk appetite ed è stato poi analizzato il perimetro di applicazione entrando più nel merito di alcune specificità di rischio inerenti il settore con le relative implicazioni; in particolare si è sottolineato come alcuni rischi non direttamente quantificabili, quali quello reputazionale e quello strategico, possano avere un peso rilevante, soprattutto in un orizzonte di medio-lungo termine, anche alla luce della natura fiduciaria del rapporto tra impresa e assicurato. È stato poi approfondito il processo di risk appetite nei suoi snodi centrali e nei momenti di integrazione tra la dimensione economico-aziendale e quella attuariale collocandolo all'interno del contesto interno ed esterno in cui si sviluppa. A tale proposito alcuni stakeholder, con le loro aspettative, possono avere un'influenza rilevante sull'andamento dell'impresa e sui suoi livelli di rischio.

Per rafforzare il ruolo di strumento di pianificazione strategica risk based è necessario identificare un sistema di indicatori che sappia "catturare" i value driver del business assicurativo nelle loro implicazioni di solidità patrimoniale. Si tratta, quindi, di integrare parametri di più immediato impatto sulla solvibilità e sui risultati aziendali con altri in grado di far apprezzare il posizionamento attuale e prospettico dell'impresa, in termini di reputazione e di immagine consolidata sul mercato, verso i mercati finanziari e i regulator.

Il processo di definizione e monitoraggio del risk appetite può quindi essere visto come un percorso di apprendimento e di graduale acquisizione delle dynamic capabilities che consentiranno al management delle imprese assicurative di affrontare le difficili sfide future.

### **Bibliografia**

- Amaduzzi A. (1949), *Conflitto ed equilibrio di interessi sul bilancio d'impresa*, Bari.
- Amaduzzi A. (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- Bauer D., Reuss A. (2015), *On the calculation of the Solvency Capital Requirement based on nested simulations*; ACTUARIES INSTITUTE, [www.actuaries.asn.au](http://www.actuaries.asn.au).
- Bellucci A. (2014), *Strategia, Gestione del rischio e creazione di valore nelle*

- imprese assicurative, Giappichelli, Torino.
- Beretta S. (2004), Valutazione dei rischi e sistemi di controllo interno, Milano, Egea.
- Bertini U., Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, Giuffrè Editore, Milano, 1987.
- Bertini U. (1991), Strategie di sviluppo interno e forme organizzative, in Gozzi A. (a cura di), La definizione e la valutazione delle strategie aziendali, Etas, Milano.
- Bertini U. (1995), Scritti di Economia aziendale, Giappichelli, Torino.
- Bianchi Martini S. (2001), Idee e strategia, Il Borghetto, Pisa.
- Boonen T. (2015), Solvency II Solvency Capital Requirement for life insurance companies based on expected shortfall, WRIEC-WORLD RISK AND INSURANCE ECONOMIC CONGRESS - Munich 2015, <http://www.wriec.net>.
- Callon, M. (1991), Techno-economic networks and irreversibility in J. Law (Ed.), A sociology of monsters: Essays on power technology and domination; London: Routledge.
- Chapman, Robert J. (2006), Simple Tools and Techniques for Enterprise Risk Management, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA.
- Chase-Jenkins L., Gesick E., Lebens J. (2010), Risk Appetite: the Foundation of Enterprise Risk Management, Towers Watson.
- Coda V. (1988), L'orientamento strategico dell'impresa, Torino, Utet.
- CRO Council and CRO Forum (2015), Risk Appetite: Survey Results, March 2015.
- D'Arcy, Stephen P. (2009), Risk Appetite, Risk Management, Issue Number 15, March 2009, pp. 38-41, Published by Casualty Actuarial Society, Society of Actuaries and Canadian Society of Actuaries and via <http://www.soa.org/library/newsletters/risk-management-newsletter/2009/march/jrm-2009-iss15.pdf>.
- D'Onza G. (2008), Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management, Milano, Giuffrè.
- De Angelis P., Granito I. (2015), Capital allocation and risk appetite under Solvency II framework, CORNELL UNIVERSITY LIBRARY, <http://arxiv.org>
- Deloitte Belgium, (2014), Risk Appetite Survey, Current state of the Insurance Industry.
- Dezzani F. (1971), Rischi e politiche d'impresa. Contenuto e relazioni, Giuffrè, Milano.
- European Union, "Directive of the European Parliament and of the Council on the Taking-up and Pursuit of the Business of Insurance and

- Reinsurance (Solvency II) (Recast).” (November 25, 2009).
- Ferrero G. (1968), Istituzioni di economia d’azienda, Milano, Giuffrè.
- Financial Stability Board, Principles for an Effective Risk Appetite Framework, November, 2013.
- Floriszczak L. Le Courtois O. Majri M. (2014), Inside the Solvency II black box: net asset values and Solvency Capital Requirements with a least-squares Monte-Carlo Approach, SSRN–SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK.  
<http://papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm>
- Foulquier P., Arias L. (2016), How to calibrate risk appetite, tolerance and limits: the issues at stake for Capital Allocation, Erm and Business Performance, Edhec Business School, position paper.  
<http://www.edhec.edu/>.
- Gabbi G. (2004), Definizione, misurazione e gestione del rischio reputazionale degli intermediari bancari, Banca Impresa e Società, a. XXIII, n. 1, Il Mulino.
- Gabbi G., Paternello A. (2010), Il valore della reputazione bancaria tra “risk management” e scelte strategiche, Banca Impresa e Società, a. XXIX, n. 2, Il Mulino.
- Gaunt L. D. (1998), Risk Management, in Skipper H. D., ed., International Risk and Insurance: An Environmental- Managerial Approach, Boston, MA.Irwin/Mc Graw-Hill.
- Gorvett R., Nambiar V. (2006), Setting Up the Risk Management Office, “Enterprise Risk Management Symposium”, April, 23-26, Chicago, Illinois (AQ2).
- Hood, C., & Rothstein, H. (2000), Business risk management in government: Pitfalls and possibilities, Published as Annex 2 in Supporting Innovation: Managing risk in government departments, HC 864, 17 August 2000. NAO, London.
- Hopwood, A. G. (1996), Looking across rather than up and down: On the need to explore the lateral processing of information, Accounting, Organizations and Society, 21, 589–590
- Lam J. (2015), Implementing an Effective Risk Appetite. Statement in Management Accounting, The Association of Accountants and Financial Professional in Business, Institute of Management Accountants, Montvale, N.J. [www.imanet.org/tought\\_leadership](http://www.imanet.org/tought_leadership).
- Lamboglia R. (2012), La componente immateriale e organizzativa del sistema di controllo aziendale. Una proposta di analisi e misurazione delle condizioni di efficacia, Milano, Giuffrè.
- Lamboglia R., D’Onza F. (2013), Un modello di gestione del rischio

- reputazionale. Dall'identificazione al fronteggiamento, in "Management Control", 3.
- Latour, B. (1993), We have never been modern, Hemel Hempstead: Harvester Wheatsheaf.
- Lechner P., Gatzert N. (2016), Determinants and value of enterprise risk management: empirical evidence from Germany, FAU-Friedrich-Alexander University Working Paper, SSRN-SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK, <http://ssrn.com>.
- Mao H, Carson J. M., Ostaszewsky K. M., Hao W. (2015), Integrated determination of insurer capital, investment and reinsurance strategy, Journal of Insurance Regulation, vol. 34, n. 6, NAIC – NATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE COMMISSIONERS, [www.naic.org](http://www.naic.org)
- Mehr, R. and Hedges R. (1963), Risk Management in the Business Enterprise. Irwin, Homewood. Illinois.
- Meulbroek L. (2002), The Promise and Challenge of Integrated Risk Management, Risk Management and Insurance Review, 5 (1): 55-56.
- Miller, P. (1998), The margins of accounting, The European Accounting Review, 7, 605–621.
- Miller, P., & O'Leary, T. (2007), Mediating instruments and making markets: Capital budgeting, science and the economy, Accounting, Organizations and Society, in press, doi:10.1016/j.aos.2007.02.003.
- Monda, B., Giorgino M. and Modolin I. (2013), Rationales for Corporate Risk Management: A Critical Literature Review, Politecnico di Milano–Department of Management, Economics and Industrial Engineering. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2203546>PWC, Risk Appetite Frameworks. Insight into evolving global practices, An IACPM/Pwc Study, November 2014.
- Nocco, B.W. and R.M. Stulz. (2006), Enterprise Risk Management: Theory and Practice. Journal of Applied Corporate Finance 18(4): 8-20.
- Power M. (2004), The risk management of everything: Rethinking the politics of uncertainty, London: Demos.
- Shang X. and Chen Z. (2012), Risk Appetite Linkage with Strategy Planning, Sponsored by CAS/CIA/ SOA Joint Risk Management Section. Society of Actuaries. March. <http://onlinelibrary.wiley.com/>.
- Skipper H. D., Known W. J. (2007), Risk Management and insurance. Perspectives in a Global Economy, Blackwell Publishing, Victoria.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997), Dynamic capabilities and strategic management, Strategic Management Journal, 18, 509–533.



# CARATTERISTICHE DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO E *PERFORMANCE*/VALORE AZIENDALE: CORNICE TEORICA E VERIFICA EMPIRICA

Marco Taliento<sup>1</sup>, Christian Favino<sup>2</sup>, Angelo Fiorella<sup>3</sup>

## 1. Note introduttive

Il presente contributo si prefigge di analizzare l'interessante binomio tra *amministrazione* e *performance* (o *valore*), talora dato quasi "per scontato" (giacché auto-evidente) nella letteratura e nella prassi in tema di *corporate governance* e di *accounting/valuation*.

Il punto di partenza dello studio risiede nell'idea di investigare l'"incisività" delle caratteristiche del *board of directors*, ritenuto generalmente uno dei principali – se non il primario – fra gli attori protagonisti del "governo aziendale". È noto peraltro che la *corporate governance*<sup>4</sup> è edificata su complessi rapporti interorganizzativi, di direzione e controllo, sostanziandosi in criteri che si sforzano di mettere ordine su aspetti e dinamiche cruciali per l'istituto aziendale quali apporti di risorse e conoscenze, interessi degli *stakeholders*, remunerazioni, poteri, compiti e responsabilità, così come emergono nell'ambito del triangolo relazionale che essenzialmente combina la proprietà aziendale (*shareholders*), il *board of directors* e il *management*. Triangolo, il cui baricentro naturale è individuabile, in linea di principio - secondo la visione degli scriventi -, proprio nel *board*.

---

<sup>1</sup> Università di Foggia, autore corrispondente: [marco.taliento@unifg.it](mailto:marco.taliento@unifg.it)

<sup>2</sup> Università di Foggia.

<sup>3</sup> Università del Salento.

<sup>4</sup> Il concetto di *corporate governance* può essere declinato ed esaminato secondo differenti paradigmi, a seconda delle finalità di studio e in base alla differente prospettiva con cui si analizzano l'impresa e il suo concreto funzionamento nell'ambiente in cui essa opera (Shleifer & Vishny, 1997; Zingales, 1998; Gillian, 2006; Huse, 2007; Turbull, 2012; Zattoni, 2015). In termini estremamente schematici, il significato della *corporate governance* può essere inteso, secondo parte della dottrina (e anche sotto tale profilo, in modo non uniforme), sia in senso stretto, quale insieme di istituzioni e regole (tra cui spiccano quelle afferenti alla composizione e al funzionamento degli organi interni, quali il *board of directors*), finalizzate ad assicurare un governo aziendale efficace, efficiente e corretto nei confronti dei soggetti che interagiscono con l'impresa stessa; sia in senso più ampio, tenendo in considerazione altresì le condizioni che caratterizzano l'ambiente di riferimento (esterno) nel quale le imprese operano (Fortuna, 2001; Bianchi, 1996). Il presente lavoro accoglie l'accezione di *corporate governance* in senso stretto.

È altresì risaputo che ogni “sistema di governo” è intimamente orientato all’obiettivo della generazione di *performance* positive e, in definitiva, alla *value creation* (Zanda *et al.*, 2013; Onesti *et al.*, 2013). Appare incontrovertibile, sotto tale profilo, la centralità del ruolo esercitato dall’organo amministrativo nei processi di produzione dei risultati e, in ultimo, di creazione del valore ascrivibili all’azienda in *going concern*. Pur nella consapevolezza che siffatti processi siano *de facto* “unitari” e coinvolgano, simultaneamente e successivamente (“senza soluzione di continuità” spaziale e temporale) più attori organizzativi (tra cui la proprietà o gruppo di comando e il *top management* esecutivo), nel presente studio si cerca – con tutti i limiti del caso – di isolare l’effetto esercitato o esercitabile dal *corporate board* nel contribuire alla *performance* e alla *value creation*; e ciò in virtù delle sue caratteristiche fattuali, strutturali e funzionali, assumendo che le stesse riescano a riverberarsi – nell’ambito dell’attuale contesto economico in cui operano le imprese – sulle prestazioni aziendali.

Ciò premesso, la parte rimanente del lavoro è strutturata in questo modo: dopo una breve illustrazione del *background* teorico di riferimento per le tematiche trattate, si procede con lo sviluppo metodologico della ricerca empirica focalizzata sul campione selezionato (le prime cento società quotate italiane ordinate per capitalizzazione di mercato; anno 2015). A tal fine si esaminano, innanzitutto, i principali indicatori statistici di natura descrittiva, nonché le correlazioni tra coppie di variabili osservate; successivamente, vengono enunciate le *assumptions* e si procede alla costruzione (e alla successiva interpretazione) dei modelli econometrici prescelti (declinati in alcune varianti). In quest’ottica, i caratteri del *board* rappresentano le *explanatory variables* (predittori), mentre la *performance* (o il valore aziendale) esprime la variabile (regressa) di risposta. Il lavoro, determinati i *findings* più significativi, si chiude con alcune note conclusive di commento e con i riferimenti bibliografici.

## **2. Background teorico: breve overview**

Com’è noto, i fattori domestici (quali normativa, *practice*, cultura aziendale, società) e le spinte internazionali (si pensi alla genesi e alla diffusione dei codici di autodisciplina, alle istanze degli investitori esteri, alla globalizzazione pervasiva) ispirano la configurazione della *corporate governance* modellandola in varia maniera; in linea generale, nei “modelli di governo” emerge anzitutto la contrapposizione tra *insider system*

(*relationship-based*) e *outsider system (market-oriented)*<sup>5</sup>. Nella prima prospettiva (in cui ricade la cultura italiana) la proprietà è concentrata nelle mani di un numero limitato di *shareholders* (famiglie o banche, di regola), con esiguo ricorso al mercato del capitale di rischio ed esercizio del controllo ad opera degli azionisti di maggioranza (Fiori & Tiscini, 2005); nella seconda, si assiste al frazionamento spinto della compagine proprietaria e allo sviluppo sia della tutela dei diritti di minoranza (al fine di evitare, ad esempio, la *rent extraction*) sia – ove possibile – dell’efficienza del mercato finanziario<sup>6</sup>.

È altresì noto che la letteratura sulla *governance* discerne anche la *shareholder* (o *stockholder*) *view* dalla *stakeholder view*<sup>7</sup>: nel primo caso, si parla di visione ristretta di *governance* (nell’ambito della quale il C.d.A. media i c.d. “problemi di agenzia” tra *ownership* e *management* vero e proprio, riducendo gli *agency cost* mediante il *management monitoring*); nel secondo, si parla di visione allargata (ove gli organi di governo valutano e contemperano interessi molteplici e più ampi).

Un filone specifico di approfondimento scientifico è individuabile, in questo quadro, nella letteratura che verte precipuamente sulla struttura e sul funzionamento degli organi societari: lungo questa scia, la ricerca scientifica mira - tra l’altro - ad accertare la presenza di eventuali connessioni empiriche tra le caratteristiche del *board of directors* e i risultati dell’impresa, in un’ottica prevalentemente *agency*<sup>8</sup>. Quest’ultimo filone focalizzato sui

---

<sup>5</sup> Sul tema si vedano: Roe, M.J. (1994); Charkham, J.P. (1994); Mayer, C. (1997); Mayer, C. (1998); Melis, A. (1999); Hoskisson *et al.* (2004); Rajan, R.G., & Zingales, L. (2003); Fiori, G. & Tiscini, R. (2005).

<sup>6</sup> Non di rado, anche nel nostro Paese, i modelli fattuali di governo (ad es. nel caso delle quotate) diventano una risultante ibrida, in dinamica *trasformazione*.

<sup>7</sup> Freeman, R.E., & Reed, D.L. (1983); Donaldson, T., & Preston, L.E. (1995); Lazonick, W., & O’Sullivan, M. (2000); Letza, S. *et al.* (2004); Freeman, R.E. *et al.* (2010).

<sup>8</sup> Sull’ampia tematica che rappresenta idealmente il perimetro concettuale entro cui si muovono gli accertamenti svolti nel presente lavoro, sia consentito fare cenno ai principali contributi scientifici della dottrina più autorevole.

Si richiamano, in primo luogo, gli studi basati sulla c.d. “teoria dell’agenzia” (Jensen & Meckling, 1976) che, partendo dalla constatazione della separazione tra proprietà e controllo dell’impresa (condizione tipica delle *public company* statunitensi) (Berle & Means, 1932), ha esaminato, in particolare, i riflessi derivanti dalle divergenti motivazioni che ispirano il comportamento della proprietà (*principal*) e di coloro a cui è delegata la gestione (*agent*). In tale contesto vanno annoverati i successivi studi finalizzati ad individuare i meccanismi di *governance* ritenuti più adeguati per il controllo delle azioni poste in essere dal *management* per limitare eventuali comportamenti opportunistici; detti studi riconoscono, pertanto, l’importanza del *board* come elemento di *monitoring* sull’attività degli *executive* (Fama & Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989).

Gli approcci fondati sulla *stewardship theory*, viceversa, ritengono che non vi sia un concreto problema in ordine alla effettiva motivazione degli *executive directors*, il cui operato è

legami esistenti tra il governo aziendale e la relativa *performance* – in cui la presente ricerca si inserisce –, registra peraltro un recente *revival* dopo la crisi finanziaria sperimentata negli ultimi tempi a livello globale (Francis, Hasan & Wu, 2012).

Sostanzialmente, il *corporate board* (responsabile sia della *compliance* sia della *performance*) contribuisce in modo pressoché indiretto e ‘indistinto’ alla *performance* aziendale nell’esercizio delle proprie funzioni (che sono, in breve, la funzione di controllo o del *check and balance*, la funzione della programmazione strategica e la funzione relazionale di *service* esterna).

Tra i misuratori di *performance* aziendale prescelti dalla letteratura si possono annoverare tanto gli indicatori di bilancio, in specie gli indici di redditività ovvero i *ratios* economico-finanziari (talora - invero - opinabili, restando comunque un valido *benchmark* giacché ritenuti validi proprio dai *board of directors*), quanto gli indicatori di “valore di mercato” (capitalizzazione di borsa, rendimenti azionari, moltiplicatori empirici, ecc.)<sup>9</sup>.

Benché esista copiosa letteratura empirica sulla relazione tra *corporate board* e *firm performance*, non va sottaciuto che soprattutto sul tema dell’incidenza del requisito della *board independence*, i risultati sono vari e non univoci. A titolo di esempio, mentre diversi studi rivelano l’inesistenza di una relazione, statisticamente significativa, tra il requisito di indipendenza

---

orientato comunque alla creazione di valore e al miglioramento della *performance* aziendale. In quest’ottica, il fulcro della questione si sposta dalla ricerca di una adeguata motivazione in capo al *management* alla più concreta esigenza di garantire la presenza di condizioni strutturali dell’impresa che favoriscano il raggiungimento degli obiettivi aziendali attraverso un esercizio chiaro, autorevole e possibilmente rafforzato del potere da parte di coloro (*manager*) che esercitano *de facto* l’attività esecutiva: questi ultimi “agenti”, in sostanza, si atteggiavano a *stewards* che amministrano l’azienda responsabilmente per migliorarne la *performance* (Donaldson, 1990; Donaldson & Davis, 1991; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Mitchell *et al.*, 1997; Anderson, Melanson, & Maly, 2007; Donaldson & Preston, 1995). In una variante allargata, la *stewardship view* si separa dall’ottica *shareholder (one principal)* per ricongiungersi alla *stakeholder theory*, segnatamente ove gli amministratori si comportino quali “agenti” per *multiple-principals* (facendosi portavoce anche di istanze sociali “esterne”). Sotto altro profilo, pur ispirato alla precedente teoria, si collocano i correlati studi avviati da Pfeffer & Salancik (1978), introduttivi della c.d. *resource dependency theory*, che hanno consentito di osservare l’impresa come un sistema aperto soggetto all’influenza rilevante dell’ambiente esterno. Secondo tale prospettiva, i fattori esterni influenzano sensibilmente il comportamento organizzativo dell’impresa e, in tale contesto, il ruolo del *board* e del *management* si rivela preminente nella misura in cui riesce a ridurre l’incertezza ambientale, anche attraverso l’acquisizione e il controllo delle c.d. “risorse vitali” (Pfeffer, 1972; Zahra & Pearce, 1989; Barney, 1991; Hillman *et al.*, 2009). Il *board* medesimo diventa qui – con le sue peculiari caratteristiche – una preziosa “risorsa” per l’azienda.

<sup>9</sup> Su tutti, nell’ampia letteratura di riferimento sulla valutazione delle aziende, si rinvia a Zanda *et al.* (2013) e Guatri & Bini (2009).

degli amministratori (che ciononostante sembra restare un vero e proprio *dogma* assieme alla “condanna” generalizzata della CEO *duality*<sup>10</sup>) e i risultati aziendali (Baysinger & Butler, 1985; Hermalin & Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Klein, 1998; Shivadsani & Yermack, 1999; Bhagat & Black, 2001), altri ne attestano l’incidenza negativa (Agrawal & Knoeber, 1996; Barnhart & Rosenstein, 1998; Laux, 2008). Positivamente associabile (in prevalenza, ma non sempre) alla *performance* è invece la numerosità dei *meetings*, in quanto presunto indicatore di una maggiore attenzione, intensità e profondità dei lavori degli amministratori, a beneficio degli azionisti e non solo (Vafeas, 1999). Altri aspetti che si assumono dover impattare positivamente sono l’*educational qualification*, la *director ownership*, nonché la presenza femminile (anche come CEO), in quanto potenziale espressione (quest’ultima) di una più efficace attitudine al *problem-solving* (Hillman *et al.*, 2007; Huse *et al.*, 2009; Nielsen & Huse, 2010a, 2010b) oltre che indicatore, in un certo senso, di responsabilità sociale dell’impresa e di inclusività dell’eterogeneità o *diversity* nell’impresa (Fasan, 2012).

Talune problematiche inerenti alla configurazione dell’organo di governo, con evidenza statistica dei riflessi sugli andamenti aziendali, sono state in passato esaminate da Parbonetti (2006); in precedenza, Barontini & Caprio (2002) hanno investigato, invece, il consiglio di amministrazione in considerazione del *turnover* degli amministratori e della *performance* d’impresa, studiando l’esperienza italiana in una prospettiva comparata.

Più di recente, tra gli altri, Marra (2013) ha indagato il nesso tra l’attività di *monitoring* del C.d.A. e la qualità degli utili. La letteratura ha evidenziato in proposito come la presenza di *independent directors* abbia un effetto positivo in termini di riduzione delle attività manipolative o presunte tali (Klein, 2002; Peasnell *et al.*, 2005; Chahine & Filatotchev, 2008), laddove la CEO *duality* (Dechow *et al.*, 1996; Davidson *et al.*, 2004) porta a conclusioni ambigue e discordanti, similmente a quanto accertato anche per il *board size* (Beasley, 1996; Coles, Daniel & Naveen, 2008; Di Pietra *et al.*, 2008; Eisenberg *et al.*, 1998; Yermack, 1996; Xie *et al.*, 2003; Harford J. *et al.*, 2008). In quest’ultimo caso, il *trade-off* è ravvisabile tra la maggiore rapidità di decisione, azione ed efficienza che caratterizza - in linea di principio - i *board* di minori dimensioni, e la maggiore democraticità economica unita alla compresenza di eterogenee competenze che qualificano - in accordo con la *resource based view* - i consessi amministrativi più numerosi.

---

<sup>10</sup> Sul punto, si vedano Fama E.F. & Jensen M.C. (1983) e Jensen (1993).

### 3. Sviluppo metodologico (analisi delle prime cento quotate su Borsa Italiana ordinate per capitalizzazione)

#### 3.1 Il campione investigato

In questo contributo, il campione oggetto di verifica empirica è composto dalle prime 100 società quotate nel mercato regolamentato italiano per capitalizzazione di borsa (identificate con riferimento all'anno 2015): di queste, 38 rientrano nel paniere FTSE Mib, mentre le rimanenti 62 fanno parte di altri indici secondari (FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia STAR, FTSE Italia All Share)<sup>11</sup>. Anche Spencer Stuart (2015) – nell'ambito del suo noto osservatorio sui *board of directors* – propone siffatto campione, la cui composizione – nel predetto anno – è di seguito sintetizzata in forma tabellare (Tab. 1), e in cui il maggior 'peso economico' è ascrivibile alle società operanti nel settore energetico, bancario e industriale.

Tab. 1 – Composizione del campione empirico esaminato

| <i>Settore di appartenenza</i> | <i>N. società</i> | <i>% capitalizzazione di mercato</i> |
|--------------------------------|-------------------|--------------------------------------|
| <i>Bancario</i>                | 17                | 25%                                  |
| <i>Assicurativo</i>            | 7                 | 9%                                   |
| <i>Industriale</i>             | 25                | 17%                                  |
| <i>Beni di consumo</i>         | 14                | 12%                                  |
| <i>Telecomunicazioni</i>       | 7                 | 4%                                   |
| <i>Energia</i>                 | 15                | 28%                                  |
| <i>Altri settori</i>           | 15                | 5%                                   |

Venendo al *background* dei soggetti che compongono i *board*, quasi il 50% dei consiglieri è di estrazione manageriale (e, per grossa parte, imprenditoriale). Per quanto riguarda il genere, le donne sono minoritarie: tra un quinto e un quarto del totale dei *directors*. L'età media dei consiglieri è di 58/59 anni (54 per le donne), che diventa 56/57 anni nel caso dell'A.D. (ma 64 nel caso del Presidente). La nazionalità è prevalentemente italiana.

Il requisito dell'indipendenza degli amministratori è stato valutato ai sensi del Codice di Autodisciplina e del TUF (Testo Unico della Finanza). Segue, in proposito, tabella sulla rappresentatività degli indipendenti nel campione di riferimento (Tab. 2):

<sup>11</sup> Sono state, tuttavia, scartate quelle con una quotazione minima del capitale nel mercato borsistico italiano e alcune *new entry* per incompletezza dei dati disponibili.

Tab. 2 – Incidenza dei Consiglieri Indipendenti

| N. | 1-2 | 3-4 | 5-6 | 7-8 | 9-10 | 11-12 | 13+ |
|----|-----|-----|-----|-----|------|-------|-----|
| %  | 4%  | 36% | 29% | 16% | 7%   | 4%    | 4%  |

Essi sono la maggioranza del *board* soprattutto nel segmento MIB (nel 42% dei casi, a fronte di un 10% negli altri indici Ftse; con riguardo all'intero paniere esaminato, è verificato che nel 72% dei casi gli indipendenti – nonostante un *trend* crescente nel tempo – di fatto rappresentano ancora una minoranza). La loro diffusione è riscontrabile primariamente nel comparto finanziario (banche e assicurazioni) e, a seguire, nel terziario, nell'industriale e nel settore delle telecomunicazioni. In proposito, si noti altresì che i *chairmen* di *boards* realmente indipendenti (cioè, che siano non solo diversi dal CEO, ma anche non esecutivi) sono appena il 7%.

La numerosità dei diversi incarichi paralleli in capo agli amministratori è un altro dato interessante in tema di *governance* (segue tabella di sintesi sul numero degli “altri incarichi” in altre società denunciati dai consiglieri: Tab. 3).

Tab. 3 – Evidenza degli altri incarichi dei consiglieri

| N. | 1   | 2   | 3   | 4  | 5  | 6  | 7  | 8+ |
|----|-----|-----|-----|----|----|----|----|----|
| %  | 39% | 18% | 13% | 8% | 6% | 4% | 3% | 9% |

In proposito, quasi il 50% dei consiglieri di nuova nomina ha un solo incarico, testimoniando la preferenza più recente per consiglieri “dedicati” e quindi presuntivamente “non influenzabili” da condizionamenti esterni di sorta.

Venendo al funzionamento dell'organo di amministrazione, i *board of directors* si riuniscono mediamente tra le 11 e le 12 volte l'anno (con un tasso di presenza del 92% nelle riunioni); nel settore finanziario le riunioni sono più frequenti, anche per i noti obblighi regolamentari da dover rispettare. Il campione conta altresì oltre 300 comitati interni (mediamente 3 circa a società): quelli maggiormente diffusi sono il *Comitato Controllo e Rischi* e il *Comitato Remunerazioni* (si segnalano, poi, con frequenze decrescenti, il *Comitato Esecutivo*, il *Comitato Operazioni Parti Correlate* e il *Comitato Strategico*).

Alla luce delle caratteristiche del campione e delle indicazioni generali rivenienti dalla dottrina di riferimento, l'indagine sulle *interrelationships* tra *corporate board* e *performance* è concentrata sul ‘meno concitato’ periodo

“post-crisi” (2014/2016), anche al fine di evitare probabili *bias* o distorsioni riconducibili alla deflagrazione della crisi medesima (e suoi dintorni).

Tab. 4 – Statistiche descrittive

| <i>Variabile</i>      | <i>Minimo</i> | <i>Massimo</i> | <i>Media</i> | <i>Deviazione standard</i> |
|-----------------------|---------------|----------------|--------------|----------------------------|
| Totale Consiglieri    | 5             | 24             | 11,90        | 3,797                      |
| Indip %               | 0,00          | 0,89           | 0,4882       | 0,18146                    |
| Donne %               | 0,00          | 0,57           | 0,2245       | 0,09271                    |
| N Comitati consiliari | 1             | 7              | 3,17         | 1,118                      |
| CeoDual               | 0             | 1              | 0,18         | 0,381                      |
| AgeAD                 | 39            | 79             | 56,72        | 8,842                      |
| AltriIncar            | 0             | 80             | 25,63        | 20,456                     |
| N Riun                | 4             | 30             | 11,35        | 5,511                      |
| CeoDonna              | 0             | 1              | 0,05         | 0,210                      |
| P/E                   | -14,99        | 354,74         | 25,5748      | 42,71556                   |
| EPS                   | -2,53         | 6,07           | 0,5471       | 1,04751                    |
| ROA                   | -0,0264       | 0,2116         | 0,037267     | 0,0411106                  |
| ROE                   | -0,7875       | 0,5315         | 0,079958     | 0,1424090                  |
| PEG exp5              | -20,00        | 600,51         | 11,8622      | 73,46723                   |
| Coe                   | 0,0150        | 0,1634         | 0,075291     | 0,0346369                  |
| Q Tobin               | 0,05          | 13,50          | 1,9777       | 2,00953                    |

Prima di illustrare le ipotesi di ricerca oggetto di specifico approfondimento (v. *infra*) si ritiene utile esaminare le statistiche descrittive afferenti alle variabili selezionate (Tab. 4); segnatamente, dal lato della *corporate governance* sono state raccolte le informazioni e i dati aggiornati sulle seguenti variabili: numero totale dei consiglieri (*size* del C.d.A. o del C.d.G.); *independent ratio*; percentuale di donne nel *board* (quale indicatore di *gender diversity*); numerosità dei comitati istituiti in seno ai *board*; c.d. CEO *duality* (quando l'amministratore delegato è anche il presidente); età del CEO; numero di altri incarichi in capo agli amministratori (quale misura di *interlocking*); numero di riunioni annue; eventualità che il CEO sia donna. Dal lato della *corporate performance*, invece, sono stati osservati: P/E; EPS; ROA; ROE; PEG *ratio*; *cost of equity*; Q di Tobin (approssimata, per semplicità, dal *Market to Book ratio*). Le fonti utilizzate per la raccolta dei dati e delle informazioni sono molteplici (singoli *report* sulla *corporate governance* e bilanci pubblicati dalle quotate su Borsa Italiana o sulla propria

pagina web; Consob; report 2015 di Spencer Stuart; Capital IQ; Reuters Italia).

Le risultanze medie delle caratteristiche dei *corporate boards* sono state illustrate poc'anzi. Dal lato della *performance*, invece, va detto che i risultati economici del campione appaiono senz'altro positivi (testimoniando in qualche modo l'allontanamento dall'esplosione della grande crisi), con un P/E medio di 25,7, un utile per azione pari 0,55 euro, un *P/E to expected growth* pari a 11,9; ancora, gli indici di redditività sono mediamente discreti (appalesando tuttavia solo una limitata capacità di creazione di valore di periodo).

### 3.2 Le ipotesi della ricerca

Prima di procedere con l'analisi inferenziale, appare utile soffermarsi sulle correlazioni, "per coppie", tra le variabili esaminate (Tabella 5 - <http://www.sidrea.it/organo-amministrativo-performance-valore-aziendale/>): tale osservazione preliminare si ritiene necessaria anche per meglio calibrare l'impostazione del lavoro che verte, come affermato, sulla ricerca di un'eventuale associazione sistematica tra le caratteristiche dei *boards* e le variabili di *performance*.

Ebbene, dall'esame della tabella richiamata (limitando il commento alle sole correlazioni statisticamente significative) emerge che:

- il *board size* è correlato positivamente con il numero dei comitati, con il numero totale degli altri incarichi, con la frequenza dei *meetings*; negativamente con la *CEO duality* (il tutto prevedibilmente, invero). Si rileva, inoltre, una correlazione negativa con la Tobin Q (e con gli altri indicatori di *performance*, quantunque non in modo statisticamente significativo) e positiva con il *coe* (lasciando intendere che il mercato italiano apprezzi meno, in questa fase delicata, *boards* ingombranti, magari perché potenziale luogo di un più difficile o lungo accordo tra gli amministratori e quindi maggiormente 'orientabile' da un 'forte' A.D., secondo sua discrezione e a spese di costruttivi confronti);
- l'*independent ratio* è correlato positivamente con il numero di comitati, con la frequenza delle riunioni e con la *gender diversity*, nonché con la *CEO duality* (prevedibilmente); per contro, si osserva una correlazione negativa con il ROA e l'EPS, e positiva con il costo dell'*equity*;
- il peso femminile nel consiglio è correlato negativamente all'EPS; parimenti negativa è la relazione esistente tra la presenza del CEO donna e gli indicatori di redditività (in particolare il ROE);

- il numero comitati è correlato positivamente con il numero di *meetings* (mentre appare quantomeno non chiara la correlazione positiva con la CEO *duality*, forse indice di un maggior bisogno di supporto dell’A.D. forte su aspetti di *governance* particolarmente critici); d’altro lato, la medesima variabile è correlata negativamente con tutti gli indicatori di *performance*;
- anche il numero dei *meetings* denota correlazioni con segno negativo con le variabili di risultato;
- la CEO *duality*, infine, è inaspettatamente correlata positivamente con il ROA e la Tobin Q (qui avvalorando la prospettiva *stewardship*) e negativamente con il *cost of equity*.

È bene precisare che le correlazioni esaminate sono abbastanza ‘contenute’ e comunque non di livello tale da cagionare, nella successiva analisi econometrica, problemi di multi-collinearità (come confermerà il *test* VIF sui fattori di inflazione della varianza, cui si rinvia) che condizionerebbero l’interpretazione dei coefficienti di regressione.

In considerazione di quanto sopra, le principali ipotesi formulate nel presente studio (assodato che apparirebbe quanto meno semplicistico, generico ed opinabile asserire *sic et simpliciter* che miglioramenti ideali nelle caratteristiche dei *boards* si traducono automaticamente in migliori risultati aziendali) sono:

HP1: La *board size* è associabile in modo significativo alla *performance* aziendale. Sul punto (note pure le discordanze appurate sul piano internazionale), le prime evidenze limitatamente al campione esaminato inducono ad ipotizzare associazioni parzialmente o tendenzialmente negative piuttosto che positive.

HP2: L’*independent ratio* – nel contesto economico (spazio-temporale) esaminato – è associabile alla *performance* aziendale. Normalmente, a tal riguardo, si postula una correlazione ‘teorica’ di segno positivo (anche qui con alcune discordanze emergenti a livello internazionale); tuttavia, non va sottovalutato che l’indipendenza, se non coniugata con la competenza, può in realtà incidere negativamente sui risultati.

HP3: Il numero dei *board meetings* – nel contesto esaminato – è associabile significativamente alla *performance* aziendale. In particolare, a differenza di quanto si possa di prim’acchitto intuire, il segno atteso della correlazione si prospetta nel caso di specie prevalentemente negativo, premiando, in definitiva, la qualità (efficienza ed efficacia) delle riunioni rispetto alla mera quantità.

HP4: La numerosità dei molteplici comitati consiliari (che esigono di essere sempre “ben organizzati”, con obiettivi e missione chiari) è

significativamente associata – nel contesto esaminato – alla *performance* aziendale. Più in dettaglio, dai primi riscontri, essa sembra incidere con segno negativo sui risultati ottenuti dalle imprese.

HP5: La presenza femminile nel *board* e/o di un CEO donna ha un impatto – più probabilmente di entità modesta, tenuto conto del limitato tasso di *gender diversity* nel contesto esaminato – sui risultati aziendali. Più in particolare, dalle prime evidenze, tali caratteristiche non sembrerebbero produrre di per sé *performance* migliori (diversamente da quanto postulato a livello internazionale in un’ottica di *resource dependency*).

HP6: In relazione alle altre caratteristiche del *board*, i primi riscontri non sembrano *prima facie* prospettare effetti rilevanti e significativi; tuttavia, non si escludono per il campione analizzato ulteriori interrelazioni (positive e/o negative) con la *performance* aziendale, rivelabili, se del caso, con l’analisi inferenziale ‘di complesso’ che segue.

#### **4. Risultati della ricerca sulle interrelazioni tra le caratteristiche del board e la performance (value) nel campione investigato**

Si espongono ora i risultati rivenienti dall’analisi econometrica, impostata e condotta al fine di mettere a sistema le *interrelationships* dianzi evidenziate nell’ambito di un ‘quadro unico’ capace di testare contemporaneamente le ipotesi della ricerca. Trattandosi di analisi di matrice *cross-section*, ci si avvale anzitutto della tipica metodologia OLS (*metodo dei minimi quadrati ordinari*). Le variabili indipendenti sono rappresentate dalle caratteristiche del *board* accennate nei paragrafi precedenti e misurate al tempo 2014/2015; gli indicatori di *performance* selezionati sono invece le variabili dipendenti, misurate *ex post* al 2015/2016 (per ‘dare il tempo’ ovvero il modo alle suddette caratteristiche dell’organo amministrativo di trasfondersi nelle prestazioni economico-finanziarie d’impresa).

Più precisamente, nel segnalare che si sono effettuate molteplici regressioni prevedendo come variabile di risposta ogni indicatore di *performance* contabile o economica più sopra richiamato, si riportano, a seguire, le risultanze più interessanti e robuste, anche in considerazione dei livelli di *fitting* generalmente adottati in ambito internazionale. Si circoscrive pertanto l’attenzione ai modelli OLS impiegati per esaminare, in particolare: I) le correlazioni con il ROA (risultando la versione ROE un po’ meno robusta) (Tab. 6); e II) gli effetti sulla Q di Tobin e sul *cost of equity* (essendo statisticamente più soddisfacenti delle varianti P/E, PEG o EPS) (Tab. 7). L’ultima tabella (Tab. 8) riporta, infine, i risultati dell’applicazione di un modello LOGIT (III) finalizzato alla individuazione di possibili legami tra le caratteristiche del *board* e l’attitudine alla creazione di valore delle società

quotate (approssimata dal differenziale positivo tra il rendimento economico e il costo dei mezzi propri, sintetizzato con una variabile *dummy* di valore pari a 1 in caso di differenziale positivo, 0 altrimenti).

Risultano alcuni interessanti *findings* relativi alle variabili afferenti all'età dell'A.D. (\*\*), al numero di *meetings* (\*\*\*), al numero di altri incarichi (\*) e alla presenza di CEO donna (\*) (si veda la sezione successiva per i commenti al modello), la cui significatività individuale (*sub* 1%, 5% o 10%) è attestata dai *p-value* associati ai singoli coefficienti di regressione.

Si ribadisce che la variante del modello iniziale basata sul ROE (come peraltro confermato da alcuni recenti studi internazionali) si è dimostrata, di per sé, statisticamente un po' meno consistente (*F-test*), pur individuando singole associazioni negative con i *meetings*, l'età dell'A.D. e la presenza del CEO donna.

Tab. 6 – Modello OLS (I), Variabile dipendente: ROA  
Errori standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

|                    | Coefficiente | Beta Std          | p-value  |     |
|--------------------|--------------|-------------------|----------|-----|
| Const              | 0,137488     | -                 | <0,00001 | *** |
| Totale_Consiglieri | -0,00154024  | -0,147            | 0,14698  |     |
| Indip_%            | 0,00880593   | 0,038             | 0,71614  |     |
| Donne_%            | 0,011154     | 0,026             | 0,74595  |     |
| N_Comitati         | -0,00253866  | -0,071            | 0,49145  |     |
| CeoDual            | 0,0237286    | 0,232             | 0,10875  |     |
| AgeAD              | -0,00121537  | -0,269            | 0,02871  | **  |
| N_Riun             | -0,00239251  | -0,321            | 0,00006  | *** |
| CeoDonna           | -0,0221062   | -0,107            | 0,09601  | *   |
| AltriIncar         | 0,000520663  | 0,260             | 0,07505  | *   |
| R-quadro           | 0,357959     | R-quadro corretto | 0,284815 |     |
| Durbin-Watson      | 1,99         | P-value (F)       | 3,39e-07 |     |

(\*\*\*) livello di significatività 1%; (\*\*) livello di significatività 5%; (\*) livello di significatività 10%.

La limitazione del campione alle sole imprese rientranti nell'indice MIB (sub-campione), denota invece, in termini statisticamente significativi, una relazione negativa con il *board size* (\*\*) e l'età dell'A.D. (\*) e positiva con il numero di altri incarichi (*interlocks*) (\*\*\*).

Passando dal campo degli indicatori di bilancio a quelli valutativi del mercato di borsa, si segnala anzitutto che il modello incentrato sulla Tobin

Q, benché complessivamente robusto, evidenzia un'associazione statisticamente rilevante, di segno negativo, con la sola variabile dell'anzianità dell'A.D. (\*): per tale ragione, anche in un'ottica di necessario contenimento del presente lavoro, la relativa tabella di dettaglio non è riportata nelle pagine che seguono.

Per contro, si ritiene utile produrre per esteso il modello basato sul *cost of equity (coe)* che, come noto, dipende a sua volta dal fondamentale *driver* rappresentato dal *beta factor* (variabilità dei rendimenti azionari di mercato; *ex Capital Asset Pricing Model*) di ogni società del campione osservato.

Tab. 7 – Modello OLS (II), Variabile dipendente: *coe*  
Errori standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

|                       | <i>Coefficiente</i> | <i>Beta Std</i> | <i>p-value</i> |     |
|-----------------------|---------------------|-----------------|----------------|-----|
| Const                 | 0,0163473           | -               | 0,48348        |     |
| Totale_Consiglieri    | 0,00328615          | 0,371           | 0,00015        | *** |
| Indip_%               | -0,0198986          | -0,103          | 0,26064        |     |
| Donne_%               | -0,0231712          | -0,065          | 0,34657        |     |
| N_Comitati_consiliari | 0,00558361          | 0,183           | 0,03529        | **  |
| CeoDual               | -0,00822564         | -0,095          | 0,29468        |     |
| AgeAD                 | 3,43721e-05         | 0,009           | 0,92904        |     |
| N_Riun                | 0,00206849          | 0,326           | 0,00099        | *** |
| CeoDonna              | 0,020106            | 0,114           | 0,10795        |     |
| AltriIncar            | - 0,000268238       | -0,158          | 0,12247        |     |

|               |          |                   |          |
|---------------|----------|-------------------|----------|
| R-quadro      | 0,421821 | R-quadro corretto | 0,356776 |
| Durbin-Watson | 1,79     | P-value (F)       | 4,09e-10 |

(\*\*\*) livello di significatività 1%; (\*\*) livello di significatività 5%; (\*) livello di significatività 10%.

I *findings* – tra i quali emergono in particolare quelli relativi al numero consiglieri (\*\*\*), al numero di comitati (\*\*) e alla frequenza delle riunioni (\*\*\*) – sono analizzati nella sezione successiva.

Nuovamente, la restrizione all'indice sotto-campionario MIB denota, questa volta come valori significativi per il *coe*, una relazione positiva con il *board size* (\*\*\*), con l'età dell'A.D. (\*) e il numero riunioni (\*\*); e un coefficiente negativo per gli altri incarichi (\*\*\*), cui si aggiunge la percentuale di indipendenti (\*).

Ciò detto, è stato pure implementato, con riferimento all'intero campione, il modello alternativo OLS basato sul *wacc* (con accettabile R-quadro ma F-

test quasi in zona rifiuto), registrando: un'associazione positiva del costo medio ponderato delle fonti (*weighted average cost of capital*) con il *board size* (\*\*\*) e con il numero comitati (\*); un'associazione negativa con il numero di altri incarichi (\*).

Si riportano, da ultimo, le risultanze della *logit analysis* condotta utilizzando la *dummy variable* associata all'*excess return rate* (*dummy value creation* DVC = 1, se  $r > coe$ , 0 in caso contrario; con  $r = return\ rate$ ) (Tab. 8)<sup>12</sup>.

Tab. 8 – Modello LOGIT (III), Variabile dipendente: DVC  
Errori standard QML

|                       | Coefficiente | Z       | p-value |    |
|-----------------------|--------------|---------|---------|----|
| Const                 | 4,26572      | 1,9230  | 0,05448 | *  |
| Totale_Consiglieri    | -0,1196      | -1,3255 | 0,18501 |    |
| Indip_%               | 1,84216      | 1,0908  | 0,27535 |    |
| Donne_%               | 0,879224     | 0,3589  | 0,71971 |    |
| N_Comitati_consiliari | -0,412189    | -1,3644 | 0,17246 |    |
| CeoDual               | 0,354468     | 0,5291  | 0,59671 |    |
| AgeAD                 | -0,0183281   | -0,6076 | 0,54346 |    |
| N_Riun                | -0,130423    | -2,1321 | 0,03300 | ** |
| CeoDonna              | -3,24049     | -2,2177 | 0,02657 | ** |
| AltriIncar            | -0,0082753   | -0,5137 | 0,60745 |    |

|                         |       |                        |       |
|-------------------------|-------|------------------------|-------|
| R-quadro di Cox & Snell | 0,225 | R-quadro di Nagelkerke | 0,299 |
|-------------------------|-------|------------------------|-------|

(\*\*\*) livello di significatività 1%; (\*\*) livello di significatività 5%; (\*) livello di significatività 10%.

|   |
|---|
| Casi 'previsti correttamente' = 63,3%                                   |
| f (beta'x) nella media delle variabili indipendenti = 0,503             |
| Test del rapporto di verosimiglianza: Chi-quadro (9) = 22,8853 [0,0065] |

Anche in questo caso i *findings* individuati sono commentati nel paragrafo successivo, pur segnalandosi, sin d'ora, l'incidenza statisticamente significativa associata al numero di *meetings* (\*\*) e alla presenza del CEO donna (\*\*).

È stato eseguito, quale variante, anche il modello *logit* basato sul saggio percentuale di creazione di valore addizionale *unlevered* (i.e. eccedenza del

<sup>12</sup> Il modello è uno stimatore di quasi massima verosimiglianza (*Quasi Maximum Likelihood*).

ROA sul *wacc*) – con accettabile R-quadro e buon Chi-quadro – registrando un'associazione negativa con il *board size* (\*), con la *CEO-Age* (\*) e con il numero di riunioni annuali del *board* (\*\*); una relazione positiva è emersa, invece, con riferimento al numero di altri incarichi dei *directors* (\*\*).

La restrizione al *sub-sample* MIB non ha prodotto evidenze significative o di rilievo<sup>13</sup>.

Giova precisare, infine, che tutti i modelli regressivi (I – OLS; II – OLS; III – LOGIT) dianzi illustrati sono stati altresì corroborati inserendo variabili di controllo, come la *corporate size* (logaritmo naturale del numero *employees*), il *leverage* (capitale di credito su capitale proprio) e la *dummy* di appartenenza al settore finanziario piuttosto che industriale, per tener conto di eventuali effetti *firm-specific*. Ebbene, con riguardo al campione osservato, tali *control variables* si sono dimostrate in pratica statisticamente non significative alle prescelte misure di *performance*. La dimensione aziendale appare correlata positivamente (ma con *p-value* ‘di rifiuto’), mentre la leva finanziaria e la dicotomica finanziaria appaiono correlate negativamente (sempre con *p-value* di rifiuto) alla *performance*<sup>14</sup>. L'omissione o l'inserimento delle variabili in questione sostanzialmente non incide sui *test* di *fitting* dei modelli complessivi, né sui singoli coefficienti regressivi e annesse *t-statistics*.

## 5. Commento e conclusioni

La presente ricerca sul “co-effetto” delle caratteristiche del *board of directors* sulla *performance* (o valore) aziendale, dopo una preliminare e necessaria *review* della vivace letteratura nazionale e internazionale in argomento, ha riguardato le prime cento società quotate nel mercato regolamentato nazionale, ordinate per capitalizzazione (fotografate al 2015): n. 38 rientrano nel paniere FTSE Mib; le rimanenti 62 fanno parte di altri indici secondari (FTSE Italia Mid Cap, Italia STAR, Italia All Share). Lo studio, realizzato in considerazione del *framework* teorico di riferimento e delle conseguenti *assumptions*, verte sull'analisi di un centinaio di osservazioni multiple, aventi ad oggetto una decina di dati/informazioni l'una, per oltre un migliaio di dati/informazioni aggiornati e processati unitariamente.

---

<sup>13</sup> Si segnala che i risultati del modello LOGIT (III) sono peraltro confortati dalla specificazione alternativa della regressione a risposta dicotomica PROBIT, pure testata, sempre nell'ambito dei GLM (*Generalized Linear Models*).

<sup>14</sup> Solo nel modello II – OLS si rintraccia una significativa correlazione positiva tra *leverage* e costo dell'*equity*.

Di particolare interesse sono i modelli econometrici, che evidenziano, nel caso di specie, il ‘ruolo concertato’ di talune caratteristiche del *board* sia nella determinazione – *ceteris paribus* – di migliori *performances* aziendali, di natura *contabile* (Modello I) ed *economica* (Modello II), sia nella tendenziale spinta alla creazione di *valore addizionale* (Modello III).

I risultati ottenuti in una prima fase di applicazione dei differenti modelli impostati (“grezzi”, *basic*) sono stati anche più ampi e numerosi di quelli finali (“corretti”, *adjusted*): la presenza di eteroschedasticità non trascurabile – peraltro prevedibile giacché assai tipica nelle analisi “cross-sezionali” – appurata mediante il *test* di White (con le statistiche Durbin-Watson su autocorrelazione spaziale dei residui invece accettabili), ha però suggerito di effettuare nuove regressioni con “errori corretti robusti all’eteroschedasticità”. Per lo stesso motivo, sempre in un’ottica prudentiale, sono stati scartati dall’approfondimento della ricerca varianti del modello statistico (ad es. quella basata sul P/E) che solo apparentemente restituivano apprezzabili risultati inferenziali.

Si noti che nei modelli esposti (Mod. I, II e III), le variabili di *input* sono tutte convalidate dal *VIF test* (*Variance Inflation Factors*) teso a disvelare eventuali profili di (multi-)collinearità che abbasserebbero la qualità dei *findings* con effetti / interpretazioni talora fuorvianti.

Il Modello I (*performance* contabile), in particolare, ha evidenziato un’associazione negativa della redditività (ROA) sia con l’età dell’A.D. sia con la numerosità dei *meetings*: in buona sostanza, una più giovane età del CEO (pur prefigurando maggiori profili di rischiosità, per una più spiccata propensione, di solito, all’innovazione e all’‘azzardo’) sembra, nel contesto esaminato – probabilmente in quanto espressione di apprezzata dinamicità – foriera di migliori risultati aziendali, mentre il contributo dell’aumento delle riunioni può esser ragionevolmente ricondotto a specifiche situazioni in cui il processo decisionale del *board*, lento e poco efficiente, influenza negativamente le *performances*<sup>15</sup>. Negativa è anche l’associazione della *performance* contabile con la presenza di CEO donna (evidenza che sconta, però, la scarsa numerosità dei casi concretamente osservati in cui l’amministratore delegato non sia uomo), mentre positiva è l’associazione con gli *altri incarichi* (variabile che può essere indice di esperienza, condivisione, relazione). Leggermente oltre il limite del rifiuto statistico (suggerito dal *test* di White) è l’associazione positiva con la CEO *duality*

---

<sup>15</sup> Si pensi, ad es., alla presenza di più numerosi o complessi problemi gestionali da affrontare in più riunioni, o a tutte le attività collaterali e informali di preparazione e poi di *follow-up* dei C.d.A. e dei comitati.

(secondo cui la dualità A.D./*chairman* potrebbe contribuire a incrementare i rendimenti operativi in ottica *stewardship*).

Il Modello II (*performance* economica) – dopo aver evidenziato la sola associazione negativa tra la Q di Tobin e l'età dell'A.D. (quasi a voler attestare la fiducia, o la scommessa, dei mercati nei confronti dei CEO più giovani) – ha individuato, in dettaglio, l'esistenza di un'associazione positiva tra il *cost of equity* (ex CAPM), da un lato, e il *board size*, il numero riunioni e il numero comitati istituiti, dall'altro. Anche in questo caso, le caratteristiche dei *boards* sembrano abbinarsi simultaneamente ad un innalzamento della congrua remunerazione (figurativa) del capitale d'azienda a causa della potenziale conflittualità tra i consiglieri (dovuta anche alla numerosità degli stessi) e, in definitiva, della minore speditezza del processo decisionale e di governo dell'impresa<sup>16</sup>.

Ciò conduce – per sostanziale sintesi tra i modelli lineari del tipo I e II – al Modello logistico combinato III (*value creation*) “a variabile dipendente limitata”. Quest'ultimo, in particolare, rivela come l'intensificazione delle riunioni del *board* non contribuisca ad aumentare – per le ragioni poco sopra esposte – le probabilità che l'impresa crei nell'anno successivo valore aggiuntivo, misurato, nel caso di specie, mediante il differenziale (*spread*) tra il rendimento e il tasso congrua remunerazione (il medesimo discorso vale per il modello-variante di misurazione di valore *unlevered*). Allo stesso modo e nel medesimo verso<sup>17</sup> ‘provvede’, *ceteris paribus*, la presenza (peraltro abbastanza ‘rara’ nella pratica) di un CEO donna<sup>18</sup>.

In definitiva, non va sottaciuto che le esaminate caratteristiche del *board* non riescono a contribuire sempre, univocamente e congiuntamente – e cioè in modo costante, netto / chiaro e diretto – al miglioramento della *performance* aziendale in senso ampio intesa. Non vi è un *link* di trasmissione immediata, né alcuna garanzia di proporzionalità ricorrente e/o diretta tra i fenomeni e le caratteristiche in esame (talvolta la relazione appurata è controintuitiva, implicando un peggioramento della *performance* piuttosto che il miglioramento in astratto atteso, o viceversa).

---

<sup>16</sup> Il reciproco del *coe* – calcolato società per società sommando al tasso *risk-free* il premio per il rischio, a sua volta pari al prodotto tra il *beta* e il premio medio di mercato – esprime per giunta una sorta di P/E endogeno teorico, con correlazioni opposte, nel nostro caso (quindi negative), a quelle vantate dal *coe*.

<sup>17</sup> Nel modello logistico, l'intensità delle associazioni in parola è misurabile (piuttosto che dai meri coefficienti regressivi) dalle “pendenze alla media”, rispettivamente pari a  $-0,0324533$  (frequenza *meetings*) e  $-0,806336$  (Ceo donna).

<sup>18</sup> Nella versione *unlevered* dell'*economic value added*, invece, emerge un'associazione negativa della *dummy* (ROA-*wacc*) con la CEO-Age e con il numero dei *meetings*; un'associazione positiva, invece, con il numero di altri incarichi.

Ciò nonostante, nei tre modelli poc'anzi compendati, l'*R*-quadro, l'*R*-quadro corretto e l'*F-test* presentano valori certamente apprezzabili che confermano la bontà delle analisi empiriche effettuate, sia sotto il profilo della capacità predittiva dei modelli utilizzati, sia della generale tenuta complessiva del costrutto teorizzato. In tal senso, anche il ricorso alle c.d. variabili di controllo *firm-specific* (*corporate, size, leverage, dummy* settoriale) non modifica i risultati ottenuti.

Alla luce di quanto finora argomentato, sia consentito osservare che taluni *findings* – già parzialmente commentati – appaiono tanto attendibili in termini statistici, quanto interessanti sotto il profilo squisitamente aziendale. Una lettura a sistema delle evidenze empiriche consente, infatti, di individuare un *unico comun denominatore* che sembra legare in termini sostanziali la *performance* dell'impresa alla qualità e, soprattutto, alla *speditezza* (*readiness*) del processo decisionale del *board*. La correlazione negativa tra gli indicatori di *performance* e alcuni attributi del consiglio di amministrazione – tutti potenzialmente riconducibili (in via diretta o mediata) a situazioni di potenziale “appesantimento” (*burdening*) del processo decisionale (quali: numerosità dei consiglieri, elevata frequenza delle riunioni consiliari, presenza di svariati comitati) – lascia presumere che l'attuale scenario economico, tuttora caratterizzato da forte instabilità, solleciti una rivisitazione contingente dei modelli di governo aziendale orientata soprattutto a garantire una crescente reattività / tempestività del *board* agli stimoli provenienti dall'ambiente circostante (da intendersi, in concreto, come capacità di adeguare in modo repentino, efficiente ed efficace, le decisioni assunte in ragione dell'andamento dei mercati).

In conclusione, all'esito degli accertamenti effettuati, si osserva che l'ipotesi di ricerca pienamente avverata (indicata come statisticamente significativa in tutti i modelli presentati) è quella che associa negativamente la *performance* aziendale con la frequenza delle riunioni del *board*; altre correlazioni (solo parzialmente confermate), anch'esse di segno negativo, collegano la *performance* alla numerosità dei C.d.A., all'anzianità dell'A.D., alla proliferazione dei comitati interni all'organo amministrativo, nonché alla presenza del CEO donna (benché quest'ultima evidenza, come rimarcato, probabilmente risenta dell'ancora scarsa diffusione del fenomeno).

L'associazione positiva tra i risultati operativi contabili (segnatamente il ROA) e il numero di ‘ulteriori incarichi’ dei consiglieri (riscontrata esclusivamente nel modello I) avvalorata, invece, le posizioni della dottrina che pone in rilievo i benefici delle relazioni e dei rapporti di collaborazione tra i componenti dei consessi consiliari (*interlocking directorate* e *networking*).

Non trova riscontro, infine, l'ipotesi che ha inteso accertare i nessi di correlazione tra i risultati aziendali e la presenza di amministratori indipendenti; l'*independent ratio* non sembra influenzare le risultanze aziendali, eccezion fatta per il sub-campione MIB, laddove si evince una relazione positiva tra l'indipendenza del *board* e la *performance* economica (tramite riduzione del costo del capitale).

I limiti della presente ricerca, da individuarsi precipuamente nella ridotta dinamicità e nel perimetro del campione analizzato, sollecitano un ampliamento delle osservazioni empiriche sia sotto il profilo temporale (allargando l'indagine, ad esempio, all'ultimo quadriennio, con *dummies* associate alla crisi) sia sul piano spaziale (contemplando altri mercati europei 'prossimi', come Francia, Germania, Spagna, UK)<sup>19</sup>.

Resta, in ogni caso, il limite invalicabile derivante dalla consapevolezza che il contributo reale degli amministratori alle *performances* contabili, economiche e valoriali<sup>20</sup> – oltre a risentire di indubbie connessioni con altre dimensioni di *governance*, con potenziale effetto *overlapping* – dipende anche e soprattutto dal *mix* effettivo di conoscenze, informazioni, potere, attitudine e comportamento degli individui; ovvero, dal modo personale, tutto soggettivo (difficilmente 'ingabbiabile' e quantificabile), di "governare" – ora come *driver*, ora come supervisore o fiduciario – il complesso sistema aziendale.

## Bibliografia

- Agrawal, A., & Knoeber, C.R. (1996). *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*. Journal of financial and quantitative analysis, 31(03), 377-397.
- Anderson, D. W., Melanson, S.J., & Maly, J. (2007). *The Evolution of Corporate Governance: power redistribution brings boards to life*. Corporate Governance. An International Review, 15(5), 780-797.

---

<sup>19</sup> Naturalmente, tenendo in considerazione i relativi *environmental factor* (Onesti, 1995).

<sup>20</sup> Altro 'limite' ineliminabile risiede nella consapevolezza che gli indicatori di *performance* e di *governance* aziendale testati nel lavoro non esauriscono il novero degli indicatori "possibili" (senza dire che inverosimile ed improvvisto sarebbe il credere di poter giudicare il governo aziendale in modo definitivo, assoluto ed inopinabile sulla scorta di un dato *set* 'chiuso' di indicatori). Tra le variabili che potrebbero completare o approfondire questo tipo di analisi si menzionano altre caratteristiche del *board* stesso (ad es. l'*ownership* o gli incentivi) oppure, più ampiamente, altre dimensioni della *corporate governance* (caratteri della struttura proprietaria e relativi diritti; sistema dei controlli societari; informativa e *disclosure*). Si presuppone che, ove non considerate, alcune di tali variabili impattino sui termini d'errore (i 'residui' delle regressioni).

- Barney, J. (1991). *Firm resources and sustained competitive advantage*. Journal of Management, 17(1), 99-120.
- Barnhart, S.W., & Rosenstein, S. (1998). *Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis*. Financial Review, 33(4), 1-16.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2002). *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*. Istituto. Poligrafico e Zecca dello Stato.
- Baysinger, B.D., & Butler, H.N. (1985). *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*. Journal of Law, Economics and Organizations 1, 101-124.
- Beasley, M. S. (1996). *An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud*. Accounting Review, 443-465.
- Berle, A.A., & Means, G.C. (1932). *The modern corporation and property*. The McMillan Company, New York.
- Bhagat, S., & Black, B.S. (2002). *The non-correlation between board independence and long-term firm performance*. Journal of Corporation Law, 27, 231-273.
- Bianchi, L.A. (1996), «Corporate Governance». *Considerazioni introduttive*. Rivista delle Società, 2
- Charkham J.P. (1994), *Keeping good company. A study of corporate governance in five countries*, Oxford University Press, Oxford.
- Chahine, S., & Filatotchev, I. (2008). *The effects of information disclosure and board independence on IPO discount*. Journal of Small Business Management, 46(2), 219-241.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., & Naveen, L. (2008). *Boards: Does one size fit all?*, Journal of Financial Economics, 87 (2), 329-356.
- Davidson, W.N., Jiraporn, P., Kim, Y.S., & Nemeč, C. (2004). *Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory*. Academy of Management Journal, 47(2), 267-275.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D., & Donaldson, L. (1997). *Toward a stewardship theory of management*. Academy of Management Review, 22(1), 20-47.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A.P. (1996). *Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. Contemporary accounting research, 13(1), 1-36.

- Di Pietra, R., Grambovas, C.A., Raonic, I., & Riccaboni, A. (2008). *The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies*, Journal of Management & Governance, 12 (1), 73-91.
- Donaldson, L. (1990). *The ethereal hand: Organizational economics and management theory*. Academy of Management Review, 15(3), 369-381.
- Donaldson, L., & Davis, J.H. (1991). *Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns*. Australian Journal of management, 16(1), 49-64.
- Donaldson, T., & Preston, L.E. (1995). *The Stakeholder Theory of The Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*. Academy of Management Review, 20(1), 65-91.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998), *Larger board size and decreasing firm value in small firms*, Journal of Financial Economics, 48 (1), 35-54.
- Eisenhardt, K.M. (1989). *Agency theory: An assessment and review*. Academy of Management Review, 14(1), 57-74.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). *Separation of ownership and control*. The Journal of Law & Economics, 26(2), 301-325.
- Fiori, G., & Tiscini, R. (2005). *Corporate governance, regolamentazione contabile e trasparenza dell'informativa aziendale*. FrancoAngeli, Milano.
- Fortuna, F. (2001). *Corporate governance, soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2012). *Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis*. Bank of Finland Research, n. 11.
- Freeman, R.E., & Reed, D.L. (1983). *Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance*. California Management Review, 25(3), 88-106.
- Freeman, R.E., Harrison, J.S., Wicks, A. C., Parmar, B.L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. Cambridge University Press.
- Gillan, S. L. (2006). *Recent developments in corporate governance: An overview*. Journal of Corporate Finance, 12(3), 381-402.
- Guatri, L., & Bini, M. (2009). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. UBE, Milano.
- Harford, J., Mansi, S.A., & Maxwell, W.F. (2008). *Corporate governance and firm cash holdings in the US*. Journal of financial economics, 87(3), pp. 535 – 555.

- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1998). *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO*. *The American Economic Review* 88, 96-118.
- Hillman, A.J., Shropshire, C., Cannella, A.A. (2007). Organizational antecedents of women on corporate boards. *Academy of Management Journal*, 50(4), pp. 941 – 952.
- Hillman, A.J., Withers, M.C., & Collins, B.J. (2009). *Resource dependence theory: A review*. *Journal of Management*.
- Hoskisson, R., Yiu, D., & Kim, H. (2004). *Corporate governance systems: effects of capital and labor market congruency on corporate innovation and global competitiveness*, *Journal of High Technology Management Research* 15, pp. 293–315.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.
- Huse, M., Nielsen, S.T., & Hagen, I.M. (2009). *Women and Employee-Elected Board Members, and Their Contributions to Board Control Tasks*, *Journal of Business Ethics*, 89(4), 581-597.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen M.C. (1993). *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*. *The Journal of Finance*, 48(3), pp. 831-880.
- Klein, A. (1999), *Firm performance and board committee structure*. *The Journal of Law and Economics*, 41(1), pp. 275-304.
- Klein, A. (2002), *Audit committee, board of director characteristics, and earnings management*. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
- Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*. *Economy and society*, 29(1), 13-35.
- Laux, V. (2008). *Board independence and CEO turnover*. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 137-171.
- Letza, S., Sun, X., & Kirkbride, J. (2004). *Shareholding versus stakeholding: A critical review of corporate governance*. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (3), 242-262.
- Mayer, C. (1997). *Corporate Governance, Competition, and Performance*. *Journal of Law and Society*, 24(1), 152-176.
- Mayer, C. (1998). *Financial Systems and Corporate Governance: A Review of The International Evidence*. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, 144-165.

- Marra, A. (2013). *Consigli di amministrazione delle società quotate e qualità degli utili in Italia: Un'analisi empirica nell'era IFRS*. EGEA.
- Mehran, H. (1995). *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Melis, A. (1999). *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Giappichelli, Torino.
- Mitchell, R.K., Agle, B.R., & Wood, D.J. (1997). *Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts*. *Academy of management review*, 22(4), 853-886.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010a). *The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface*, *Corporate Governance - An International Review*, 18 (2), 136-148.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010b). *Women directors' contribution to board decision-making and strategic involvement: The role of equality perception*, *European Management Review*, 7 (1), 16-29.
- Onesti, T. (1995). *'Fattori Ambientali' e comportamenti contabili. Analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni paesi industrializzati*. Giappichelli. Torino.
- Onesti, T., Angiola, N., Martini, S.B., Garzella, S., & Muserra, A.L. (2013). *Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore: Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*. FrancoAngeli. Milano.
- Parbonetti, A. (2006). *Corporate governance. Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali* (Vol. 71). Giuffrè.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., & Young, S. (2005). *Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1311-1346.
- Pfeffer, J. (1972). *Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment*, *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-229.
- Pfeffer, J., & Salancik, G.R. (1978). *The External Control of Organisations: A Resource Dependence Perspective*. Harper & Row, New York.
- Rajan, R.G., & Zingales, L. (2001). *Financial Systems, Industrial Structure, and Growth*. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4), 467-482.
- Roe M.J. (1994). *Strong managers, weak owners: the political roots of american corporate finance*, Princeton University Press, Princeton.

- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). *CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis*. The Journal of Finance, 54(5), 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). *A survey of corporate governance*. The Journal of Finance, 52(2), 737-783.
- Spencer Stuart (2015). *Italia Board Index. Osservatorio sui Consigli di Amministrazione delle società quotate Italiane*. Milano-Roma.
- Turnbull, S. (1997). *Corporate governance: Its scope, concerns and theories*. Corporate Governance: An International Review, 5(4), 180-205.
- Vafeas, N. (1999). *Board meeting frequency and firm performance*. Journal of Financial Economics, 53 (1), 113-142.
- Xie, B., Davidson, W.N., & DaDalt, P.J. (2003). *Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee*. Journal of corporate finance, 9(3), 295-316.
- Yermack, D. (1996). *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics, 40 (2), 185-211.
- Zahra, S.A., & Pearce, J.A. (1989). *Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model*. Journal of Management, 15(2), 291-334.
- Zattoni, A. (2015). *Corporate Governance*. Egea. Milano.
- Zanda, G., Lacchini, M., & Onesti, T. (2013). *La valutazione delle aziende*. Giappichelli. Torino.
- Zingales, L. (1998). *Corporate Governance*, in the New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, P. Newman Ed.

# CEO COMPETENCE, INCENTIVES AND INNOVATION EFFORT

Fabio Zona<sup>1</sup>

## 1. Introduction

Research in strategy and corporate governance has long examined the consequences of R&D spending. From the perspective of corporate governance (Jensen and Meckling, 1976), agency scholars emphasize that R&D investment is especially vulnerable to managerial opportunism (Coffee, 1988), and conclude that governance devices are needed to mitigate managerial opportunism and foster innovation effort. Particularly, assuming that individuals are risk averse, they suggest CEOs are willing to invest in R&S, provided that additional risk is adequately compensated. Stock options incentivize CEOs to foster such risky investment, by aligning their interests to those of shareholders.

Scholars in corporate strategy have also focused on the antecedents of R&D spending: the upper echelon theory (Hambrick and Mason, 1984) emphasizes that executives' decision making stems from their cognitive frame and their personal interpretation of reality. CEOs may hence have a different proclivity to invest in R&D, depending on whether their background is mostly focused in R&D (Barker and Mueller, 2002). In sum, both governance and strategy perspectives identify specific factors influencing the degree of corporate R&D spending. These two views have remained largely distinct and separate, but there are good reasons to expect that the influence of incentives and competence may jointly affect R&D spending. In an influential literature review, Hambrick (2007) outlines how research in upper echelon has largely disregarded the role of incentives and that governance scholars have not explicitly considered the role of competence and backgrounds. The Hambrick's (2007) article calls for new research integrating incentives and background of CEOs, as a new perspective to fully understand the conditions for R&D investment in public corporations.

The present study aims to respond to this call and to fill this literature gap by examining to joint effect of incentives and CEO background in R&D. It proposes that incentives do align CEOs' interests to those of shareholders,

---

<sup>1</sup> University of Trento.

fostering R&D spending. However, such an effect is altered (i.e., moderated) by whether the focal CEO has a functional background in R&D. To address this research question, we draw on a specific, behavioral model of executive compensation developed by Wiseman and Gomez-Mejia (1998), named the Behavioral agency model (BAM). This model is more consistent with the bounded-rational assumptions underlying the upper-echelon theory, and may thus be more effective in allowing a powerful integration of the two behavioral views, i.e., the governance (i.e., the agency) and the strategy (i.e., the upper echelon) views of R&D spending. A preliminary empirical test on a sample of US corporations yields early evidence that incentives and competence do interact, to predict the level of R&D spending.

The present article flows according to this structure. First, a section on the theoretical background depicts the foundation and characteristics of the BAM, and those pertaining to the upper echelon perspective. A second section outlines the hypotheses. A subsequent section briefly describes the data and results. A final section concludes.

## **2. Theory background**

### **2.1 Agency theory and R&D spending**

Much research in strategy and corporate governance has long outlined the benefits of R&D spending for firm success. R&D expenditures foster growth (Del Monte and Papagni, 2003; Geroski and Machin, 2006; Hay and Kamshad, 1994), productivity (Harhoff, 1998; Kafourous, 2005; Tsai and Wang, 2004; Verspagen, 1995), and performance (Garcia-Manjon and Romero-Merino, 2012; Wang and Thornhill, 2010). Scholars in corporate governance have been interested in examining the antecedents of R&D spending, because of the conflict of interest between shareholders and the CEO/executives regarding the pay-off of such an investment. Agency scholars (Jensen and Meckling, 1976) outline how shareholders and CEOs exhibit different preferences for risky investment (Coffee, 1988): shareholders are risk neutral given their ability to diversify their financial investment across many firms; by contrast, CEOs are assumed to be risk averse, given their inability of diversifying their employment and compensation risk. As a result, CEOs likely take less risk than shareholders would prefer. Assuming that individuals maximize their own utility, CEOs may use their power to minimize R&D spending at the expense of shareholders (Ahuja et al., 2008): indeed,

R&D spending has several characteristics, that make it unfavorable to the CEOs/executives. First, investment is risky, because future outcomes are highly uncertain; (Lee and O'Neill, 2003); second, it entails ambiguous

cause-effect relations, such that consequences of R&D decisions significantly depart away from managerial control (Munari et al., 2010); third, R&D spending emphasizes greater costs in the near term (and reducing corporate short-term performance) and postpone the benefits in the long term, well beyond the career-horizon of CEOs in the focal firm (Driver and Guedes, 2012). In sum, governance scholars presume that executives may be reluctant to spend in R&D at the same level shareholders would prefer. As a result, shareholders are willing to set governance devices in place (e.g. stock options, board) as a means to curb the potential underinvestment in R&D.

## **2.2 The behavioral agency model (BAM): CEO incentives (stock options) and R&D investment**

The BAM by Wiseman and Gomez-Mejia (1998) infuses the behavioral view of prospect theory (Kahneman and Tversky, 1979) within an agency framework to propose a bounded-rational perspective of executive compensation, incentives and R&D spending. Drawing on an assumption of individual's loss aversion, the BAM argues that CEOs take less risk as their risk bearing (such as option wealth) increases. Specifically, loss-averse executives prefer to preserve existing wealth rather than pursue uncertain prospective gains. Their risk taking is thus contingent upon whether they perceive their wealth to be at-risk of loss. When CEOs hold large accumulated wealth in stock options, they are risk averse: their attention focuses on the potential negative outcomes from R&D spending, because the reduced performance likely threatens their stock option wealth: as a result, they are willing to avoid risk to protect their wealth, resulting in lower R&D spending. By contrast, when CEOs holds a small accumulated wealth in stock options, they are less exposed to negative consequences of R&D spending, and are thus more likely to be take risk and enjoy potential gains, resulting in greater R&D spending (Devers et al., 2008). Two core differences between BAM and standard agency theory are as follows. First, while standard agency theory accepts a perfect rationality view of human beings and presumes that individuals are wealth maximizers, the BAM adopts a boundedly-rational view of human beings and presumes that individuals are loss averse, leading to very different predictions regarding wealth and decision making (see Wiseman and Gomez-Mejia, 1998). Second, whereas standard agency theory only focuses on stock options at the time of awards, the BAM emphasizes the actual accumulated wealth inherent in stock options, that is, the year-end cash-value of stock options, as share-price rises and options get deep into the money; BAM scholars maintain that CEOs/executives endow (consider assured) such wealth, resulting in an

alteration of their behaviors. Therefore, (1) while standard agency theory only presumes that stock options increase R&D spending, the BAM predicts instead that when the accumulated value of stock options is very large, CEOs may eventually become risk averse leading to risk-reduction postures (i.e., they reduce R&D spending). In sum, whereas standard agency theory predicts a positive and linear relation between stock options and R&D (i.e., greater stock options increase R&D spending), scholars in BAM focus on a different construct (i.e., the accumulated value of stock options) and predict a potentially negative relation, such that CEOs reduce R&D spending as CEO option wealth becomes large (see Larraza-Kintana et al., 2007). Empirical research in BAM has to date provided mixed evidence (Makri et al., 2006): for example, while Martin et al. (2013) and Larraza-Kintana et al. (2007) find evidence in support of the BAM view, Devers et al. (2008) find that large accumulated value of stock options may also increase R&D spending. Such conflicting evidence calls for further research on potential moderators of the main relation between CEO accumulated value of stock options and risk.

### **2.3 Upper echelon theory and R&D spending**

Hambrick and Mason (1984) argue that organizational outcomes - both decision outcome and performance - can be viewed as reflections of the values and cognitive bases of top managers. Given the difficulty of measuring such constructs, they suggest that visible characteristics, such as background, can be used as a proxy for CEOs' cognitive ability and framing. Scholars in this field have focused on three specific background-types: the *academic background* refers to the CEO experience during training periods, and includes MBA, Ph.D. and types of degrees (i.e., engineering, finance); the *industry background* refers to the CEO experience as a manager in specific industries: it is believed that each industry has its own specificities and game rules; as a result, the time spent as manager in a given industry likely influences the focal CEO perspectives and decision making; the *functional background* refers to the CEO experience within organizational functions. For example, having spent time of his professional career in a given function, such as R&D, may increase a CEO ability to deal with the intricacies of decisions in R&D, resulting in greater R&D spending. Other aspects of a CEO background include CEO tenure, CEO age, CEO networks etc.

Extant research has devoted a relatively limited attention on the relation between a CEO functional background in R&D and the level of corporate R&D spending. Chaganti and Sambharya (1987) find out that a larger portion of executives with R&D functional background are more likely to follow

product innovation strategies. Thomas and colleagues (1991) find out that firms following market innovation strategies in the computer industry are more likely to be led by younger and more educated CEOs who had marketing or R&D functional backgrounds. (Barker and Mueller, 2002) find out that CEOs with a background in R&D or related functions (e.g., output functions) are associated with greater investment in R&D. These studies confirm that functional background of CEOs do impact on R&D investment. These functional backgrounds in R&D reduce the information asymmetries between the CEOs and the other top-executives and division managers, increase CEOs perceived comfort-zone regarding R&D spending, leading to greater R&D spending.

### **3. Hypothesis development**

#### **3.1 Integrating agency and upper echelon perspectives**

The literature review outlined above suggests that both incentives and competence/ background influence decisions in R&D spending. Based on call for research by Hambrick (2007) this article predicts that the joint effect (i.e., interaction) of CEOs incentives and backgrounds will help explain R&D spending of public corporations. The general idea is as follows.

It is first important clarify the specific of BAM regarding the effect of stock options (i.e., the accumulated value of stock options) and risk taking. As specified above, the BAM builds on prospect theory (Kahneman and Tversky, 1979) and its idea that individuals are loss averse. Hence, they can be risk seeking or risk avoiders depending on decision contexts. In positively framed decision contexts they are risk averse and avoid (i.e., minimize) R&D spending; in negatively framed contexts, they become risk seeking and are more willing to invest in R&D. Their choice depends not only on external contextual factors, but also on their wealth-at-risk of loss. To the extent that a large portion of their wealth is tied to the outcomes of the firm, loss-averse CEOs will become risk averse and will minimize R&D spending. In other words, “BAM focuses on the downside consequences that would arise, if holders endowed the wealth that options accrued over time” (Martin et al., 453). Hence, “the BAM frames positively valued options [i.e., large/positive accumulated value of stock options] as reflecting a gain context for agents, or a pure gamble involving only loss outcomes. Such positive valuation in turn discourages taking risky choices, since the value of that wealth is still vulnerable to loss from exogenous factors (e.g., stock price fluctuations)” (Martin et al., 453). In other words, the larger the amount of accumulated value of stock options, the more cautious the CEOs will be (i.e., and reduce

R&D spending), in an attempt to protect the accumulated value of stock options.

Yet, prospect theory [i.e., which constitutes the foundation of BAM] also has a say regarding competence and ability. Studies based in prospect theory have developed the “competence hypothesis”. According to the competence hypothesis people prefer to bet on their beliefs in situations where they feel competent or knowledgeable, controlling for beliefs (Tversky & Fox 1995). The competence hypothesis has been proved for decision makers having granted a chance to win a particular amount of money: Tversky & Fox (1995) showed in their paper that basketball fans prefer to bet on basketball rather than on chance. However, other scholars have also find similar effect in the context of investment and risky decisions. For example, Lewis (1999) demonstrates a tendency of investors to prefer domestic stocks to foreign stocks, all else being equal. In sum, “people allocate a higher decision weight to an occurrence with which they feel competent and a lower decision weight to an occurrence with which they do not feel competent in case of probable gains” (van Laarhoven, 2012, p. 3).

As a result, it can be expected that competence does have an effect on CEO loss aversion. Specifically, under conditions of potential losses (i.e., large accumulated value of stock options), CEOs are relatively *less* likely to avoid risk (i.e., invest more in R&D) when they feel competent regarding decision making outcome. Given the complex intricacies and difficulties associated with decisions on R&D, it can be expected that CEOs with a functional background in R&D will be more competent (relative to those without such a background) in fostering R&D spending. Hence, this argument would translate into the following hypotheses, with each hypothesis focusing on a specific type of stock option (i.e., exercisable and unexercisable):

H 1a: CEO functional background in R&D *positively* moderates the relation between CEO accumulated value of *exercisable* stock options and R&D spending.

H 2a: CEO functional background in R&D *positively* moderates the relation between CEO accumulated value of *un-exercisable* stock options and R&D spending.

However, an alternative argument can be developed. Tversky & Fox (1995) also argue that – in fact – when it comes to risky decisions, competence may actually translate into greater awareness of problems and

negative outcomes of risky decisions. Therefore, greater competence may reduce – rather than increase – the proclivity of CEOs to invest in R&D.

Therefore, CEOs holding a larger amount of stock options would become far more risk-averse, when they also have a competence to assess the potential negative effects of their actions. In other words, the relation between CEO stock options (either exercisable or un-exercisable stock options) and R&D spending is far more negative for CEOs with a functional background in R&D. This alternative perspective suggests an alternative set of hypotheses, to be checked and contrasted with the previous ones:

H 1b: CEO functional background in R&D *negatively* moderates the relation between CEO accumulated value of *exercisable* stock options and R&D spending.

H 2b: CEO functional background in R&D *negatively* moderates the relation between CEO accumulated value of *un-exercisable* stock options and R&D spending.

#### **4. Method**

The sample firms for this study are public companies traded in United States, publicly listed from 2001 through 2007, which were also present in the S&P 500 (572 public companies and 924 CEOs) All firms are manufacturing, and industry representation includes pharmaceutical, chemical, telecommunication, electronics. Data on CEOs identities and corporate information were collected by (WRDS). Data on CEO compensation were collected by Execucomp. The most difficult data to collect was CEO functional background. This data was hand-collected by a team of scholars, who cross-checked the data to ensure their validity. The information on backgrounds were collected from BusinessWeek, and Who's Who.

***Dependent variable.*** The dependent variable for this study was R&D spending in each year. Some scholars also adopt R&D intensity, or the R&D/Firm-size construct, to measure R&D spending. However, new research suggests that scaling R&D for size, while also controlling for firm size in a regression, may generate spurious results (see Martin et al., 2013, or Devers et al. 2008, for an explanation). As a result, scholars have recently opted to consistently adopt the total amount of R&D spending, given size is controlled for by a regressor included in the analysis among control variables.

**Independent variables.** Independent variables for this study were CEO stock options and CEO functional background. As regards the CEO stock options: in accord with behavioral agency research, we operationalize incentives by using the accumulated value of the CEO's stock options at the end of the fiscal year. To do so, we take variables from Execucomp that allow us to multiply the average option spread (the market price of stock options minus the exercise price) by number of options held (for those with exercise price exceeding the market price) to calculate current option wealth (see Devers et al., 2008; Larraza-Kintana et al, 2007). CEO background was measured as a dummy variable, which equals 1 for CEOs who had an experience in R&D function in their career.

**Control variables.** We included several control variables, drawn from previous literature, such as: Firm size (measured as the Ln transformation of total assets), Slack resources (which proxies for liquidity, and it is measured as current ratio); Firm performance (measured as yearly ROA); Industry performance (measured as mean ROA of firms in a given industry); CEO cash compensation (measured as a CEO total salary + bonus compensation); CEO ownership (measured as CEO percentage of shares in the focal firm); CEO tenure (measured as the number of years a CEO has spent in office in the focal firm as CEO); CEO duality (a dummy variable which equals 1, if the CEO is also the Chairman of the board).

#### 4.1 Analysis

To perform our analysis, we used Fixed effect, to mitigate heteroskedastic error terms and autocorrelation that typifies panel models and could bias results (Bliese, 2000). The question of fixed or random effects depends upon the estimated error term and whether it is uncorrelated with the independent variables (Wooldridge, 2002). Hausman (1978) specification test yielded evidence that fixed effects were appropriate. Thus, we estimate our regressions using the xtreg function in STATA with the fixed effects option (fe). Nonbinary variables have also been standardized with a mean of zero and standard deviation of one.

### 5. Results

Table 1 (<http://www.sidrea.it/ceo-competence-incentives-innovation-effort/>) reports the Descriptive statistics. Table 2 (<http://www.sidrea.it/ceo-competence-incentives-innovation-effort/>) reports the regression coefficients and the significance levels. Vif values are all below 5: hence our results are not affected by multicollinearity problems. Model 1 only reports control variables. Model 2 adds the control for CEO functional background.

Model 3 and 4 reports regression coefficients for the interaction of CEO background in R&D and CEO exercisable and unexercisable stock options respectively. Model 3 shows that the interaction between CEO exercisable stock options and CEO background in R&D is positive and significant ( $b=9.023$ ;  $p < .05$ ), providing support for Hypothesis 1a. Model 4 shows that the interaction between CEO un-exercisable stock options and CEO background in R&D is negative and significant ( $b=-13,473$ ), providing support for Hypothesis 2b.

## **6. Conclusions**

The call for papers of the “Convegno SIDREA 2016: Il governo aziendale tra tradizione e innovazione” emphasizes some core aspects of modern research. A first aspect relates to the integration of “gestione, organizzazione and rilevazione”. A second aspect is a focus on product and process innovation (see call for paper). This article seeks to respond to such a challenging research question. Specifically, “gestione” refers to all operations through which the firm purses its own goals and actualize its economic production (see Airoidi et al., 2005). It involves decisions regarding resource allocation and how organizational competencies are used and deployed. “Organizzazione” refers to all mechanisms associated with human beings working for the firm, including incentives and their competences. By associating two organizational aspects (i.e., incentives and competence/background) with decisions at the top regarding resource allocation (i.e., R&D spending), this study provides some new insights on what does impact on corporate innovation effort. This study – in its preliminary form – makes several theoretical contributions to extant research.

First, this study contributes to research on incentives. Much research on BAM has extensively shown that excess accumulated value of stock options (i.e., when their value accumulates before option-exercise by the CEO) is detrimental for R&D spending. This study advances such finding, by showing that in fact this result is contingent upon CEO background. Specifically, much research in BAM infuses prospect theory within an agency framework: however, whereas scholars in prospect theory do recognize the role of competence for risk taking, to date no study in the realm of BAM has yet examined the effect of CEO background (competence) on incentive schemes. Hence, this study is among the first to show that the original BAM model must be re-framed, to incorporate the role and effect of CEO competence/background. Indeed, the present article does demonstrate that standard predictions by BAM are altered by CEO background in R&D.

Second, this article also contributes to research in Upper-echelon theory. Previous research in upper echelon extensively used visible CEO traits to predict firm outcome. Yet, such a research stream has largely disregarded the role of incentives and personal wealth. By integrating research on executive compensation (BAM) and upper echelon, this study makes a valuable contribution to the upper echelon, by showing that cognitive frames and biases affect corporate outcomes jointly with incentives.

This study is not devoid of limitations. First of all, the analysis has been carried out on public corporations in United States. Future studies will possibly perform a similar study on firms in varied contexts. Second, future studies may examine the effects envisaged in this study for smaller firms. It is well known that in small-sized firms the marginal contribution of CEOs is larger. Therefore, it would be interesting to ascertain whether these effects hold or change in smaller firms. Third, the CEOs for this study have often experienced a long career in large publicly-traded firms: for these CEOs (holding a CEO position for years), the functional background may be less than an immediate and significant factors influencing decision making. Therefore, future studies may inquiry into the effects of incentives and competence for newly appointed CEOs (i.e., CEOs how are appointed to the CEO position for the first time): it is for these CEOs that the effects of functional background and incentives should be stronger. Fourth, we focus on the 2001-2007 period, that is, in times prior to the major recent economic downturn: future studies may also examine the validity of our results in times of financial crisis. Finally, it is worth noting that the sample for this firm is not complete and results are only preliminary. In fact, scholars are currently checking back the data (which are hand-collected for the most part, as regards the CEO background) to ensure that results are consistent.

## References

- Ahuja, G., Lampert, C.M., Tandon, V., 2008. Moving beyond Schumpeter: management research on the determinants of technological innovation. *Acad.Manag. Ann.* 2 (1), 1–98.
- Airoldi, Brunetti, Coda. 2005. *Economia Aziendale. Il Mulino.*
- Barker, III, V.L., Mueller, G.C. (2002) CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management Science* 48(6):782-801
- Chaganti, R., Sambharya, R.. 1987. Strategic orientation and characteristics of upper management. *Strategic Management Journal.* 8 393–401
- Coffee Jr., J.C., 1988. Shareholders versus managers: the strain in the corporateweb. In: Coffee Jr., J.C., Lowenstein, L, Rose-Ackerman, S

- (Eds.), *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*. Oxford University Press, New York, pp. 7–134.
- Del Monte, A., Papagni, E., 2003. R&D and the growth of the firms: empirical analysis of a panel of Italian firms. *Res. Policy* 32 (6), 1003–1014.
- Devers, C.E., McNamara, G., Wiseman, R.M., Arrfelt, M., 2008. Moving closer to the action: examining compensation design effects on firm risk. *Org. Sci.* 19 (4), 548–566.
- Driver, C., Guedes, C.M.J., 2012. Research and development, cash flow, agency and governance: UK large companies. *Res. Policy* 41, 1565–1577.
- Garcia-Manjon, J.V., Romero-Merino, M.E., 2012. Research, development, and firm growth. Empirical evidence from European top R&D spending firms. *Res. Policy* 41, 1084–1092.
- Geroski, P.A., Machin, S., 2006. Do innovating firms outperform non-innovators? *Bus. Strategy Rev.* 3, 79–90.
- Hambrick, D. C. 2007. Upper echelons theory: An update. *Academy of management review*, 334–343.
- Hambrick, D. C., and Mason P.A. 1994. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 193–206.
- Harhoff, D., 1998. R&D and productivity in German manufacturing firms. *Econ. Innov. New Technol.* 6, 29–49.
- Hay, M., Kamshad, K., 1994. Small firm growth: intentions, implementation and impediments. *Bus. Strategy Rev.* 5 (3), 49–68.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3, 305–360.
- Kafourous, M., 2005. R&D and productivity growth: evidence from the UK. *Econ. Innov. New Technol.* 14 (6), 479–497.
- Kahneman, D., Tversky, A., 1979. Prospect theory: an analysis of decisions under risk. *Econometrica* 47, 262–291.
- Larraza-Kintana, M., Wiseman, R.M., Gomez-Mejia, L.R., Welbourne, T.M., 2007. Disentangling compensation and employment risks using the behavioural agency model. *Strateg. Manag. J.* 28, 1001–1019.
- Lee, P.M., O’Neill, H.M., 2003. Ownership structures and R&D investments of US and Japanese Firms: agency and stewardship perspectives. *Acad. Manag. J.* 46(2), 12–225.
- Lewis, K. K. 1999. Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, *Journal of Economic Literature*, 37, 571–608.

- Makri, M., Lane, P. J., & Gomez-Mejia, L. R. (2006). CEO incentives, innovation, and performance in technology-intensive firms: a reconciliation of outcome and behavior-based incentive schemes. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1057-1080
- Munari, F., Oriani, R., Sobrero, M., 2010. The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments: a study of Western European Firms. *Res. Policy* 39, 1093–1104.
- Psychological Review* 102, 269-283.
- Thomas, A. S., R. J. Litschert, K. Ramaswamy. 1991. The performance impact of strategy-manager coalignment: An empirical examination. *Strategic Management Journal*. 12 509–522.
- Tsai, K.-H., Wang, J.-C., 2004. R&D productivity and the spillover effects of high-tech industry on the traditional manufacturing sector: the case of Taiwan. *World Econ.* 27 (4), 1555–1570.
- Tversky, A. and Fox, C.R. (1995). Weighing Risk and Uncertainty,
- Verspagen, B., 1995. R&D and productivity: a broad cross-section cross-country look. *J. Prod. Anal.* 6, 117–135.
- Wang, T., Thornhill, S., 2010. R&D investment and financing choices: a comprehensive perspective. *Res. Policy* 39 (9), 1148–1159.
- Wiseman, R.M., Gomez-Mejia, L.R., 1998. A behavioral agency model of managerial risk taking. *Acad. Manag. Rev.* 23 (1), 133–153.

# THE DETERMINANTS OF COMPENSATION OF THE BOARD OF STATUTORY AUDITORS IN ITALIAN NON-FINANCIAL LISTED FIRMS

Andrea Melis, Luigi Rombi<sup>1</sup>

## 1. Introduction

The compensation of individuals who operate at board-level represents one of the most controversial topics in corporate governance (e.g., Boyd, 1996; Cordeiro et al., 2000; Murphy, 2002; Brick et al., 2006; Conyon, 2006; Adams and Ferreira, 2008; Hahn and Lasfer, 2011; Fernandes et al., 2013; Mallin et al., 2015). The underlying idea is that the structure and determinants of the compensation of these individuals can be a proxy of the quality and effectiveness of their role performed at board-level (Mallin et al., 2015). However, if, on the one hand, high levels of compensation could reflect the effort, responsibilities and reputational risk that accompanies the role (e.g., Adams and Ferreira, 2008; Mallin et al., 2015); on the other hand, they might also reveal lack of efficiency because of the potential reciprocity and collusion among corporate insiders (Bebchuk et al., 2002; Brick et al., 2006).

One of the questions that has been widely investigated, but which is still of great potential interest as prior studies have not provided a definite answer, is whether compensation at board-level is the outcome of managerial power, rather than being the result of an optimal contract between independent parties (Bebchuk et al., 2002; Murphy, 2002; Bebchuk and Fried, 2003). Most of prior literature has focused on executive compensation, in particular on the highest paid executive, the CEO (Murphy and Zábojník, 2004; Brick et al., 2006; Fernandes et al., 2013; Van Essen et al., 2015). Despite its theoretical and practical relevance, the compensation of the independent governance institutions that monitor the board of directors' decisions has received relatively little attention so far and their structure and determinants have been referred as an 'enigma' (Hahn and Lasfer, 2011; Magnan et al., 2010; Shen, 2005). This limited research stream focused on independent non-executive directors (e.g., Hempel and Fay, 1994; Brick et al., 2006; Farrell et al., 2008; Adams and Ferreira, 2008; Marchetti and Stefanelli, 2009; Hahn and Lasfer, 2011; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015) and,

---

<sup>1</sup> University of Cagliari.

to a less extent, on the members of the supervisory council (Andreas et al., 2012). Given the fact that both these governance actors are expected to play not only a monitoring role, but also an advisory one (Fama and Jensen, 1983; Andreas et al., 2012; Goh and Gupta, 2015), this choice has not allowed prior studies to disentangle the effect on pay of the advisory role from the monitoring one (Hahn and Lasfer, 2011; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015).

The board of statutory auditors is a corporate governance institution that is typical of the board structure of Italian firms. Its members (hereafter the statutory auditors) are expected to oversee the company's internal control system similarly to the independent non-executive directors in an audit committee. However, in contrast to independent non-executive directors, statutory auditors also act as independent monitors of the board of directors' decisions on behalf of shareholders, by also taking part of the board of directors' meetings without having any advisory role (Melis, 2004). For this reason, the board of statutory auditors provides an almost ideal setting to examine compensation of members of a board who are expected to serve exclusively as independent monitor at board-level. By examining the determinants of the compensation of the board of statutory auditors, this study seeks to address the gap left by previous literature with the aim to understand whether, and to what extent, optimal contracting and managerial power represent alternative or complementary views on compensation at the board-level.

## **2. Literature review and hypotheses development**

The relatively limited research on the compensation of the governance bodies that monitor the board of directors' decisions (e.g., independent directors, supervisory directors) is either descriptive (e.g., Lazar et al., 2014) or tends to rely on agency theory (e.g., Hempel and Fay, 1994; Boyd, 1996; Cordeiro et al., 2000; Adams and Ferreira, 2008; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015). These studies have mainly focused on the adoption of performance-based compensation to reduce the potentially misaligned interest between shareholders and independent non-executive directors (e.g., Hempel and Fay, 1994; Boyd, 1996; Cordeiro et al., 2000; Yermack, 2004) and on the adoption of meeting fees to provide independent non-executive directors with an incentive to exert more effort (e.g., Hempel and Fay, 1994; Brick et al., 2006; Farrell et al., 2008; Adams and Ferreira, 2008). They also examined the importance of formal roles within the board of directors (e.g., Cordeiro et al., 2000; Marchetti and Stefanelli, 2009; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015) or the supervisory council (Andreas et al., 2012), as well

as the influence of lack of either formal or substantial independence on the non-executive director's pay (Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015). To our knowledge, only one study (Mallin et al., 2015) has combined an optimal contracting view with a managerial power view of agency theory to explain the determinants of the compensation of an oversight body, specifically independent directors.

Agency theory remains the most adopted conceptual framework in the academic literature on the compensation of the key actors in corporate governance, including those that are expected to monitor the board of directors (Cuomo, Mallin and Zattoni, 2016). In addition, agency theory also represents the underlying logic upon which the recommendations on corporate governance best practices are developed in the various codes of corporate governance worldwide (Zattoni and Cuomo, 2010; Cuomo et al., 2016). Thus, agency theory seems to provide an appropriate theoretical framework to examine the determinants of statutory auditors' compensation.

Optimal contracting and managerial power views are two theoretical perspectives that are encompassed within agency theory (Bebchuk and Fried, 2003; Van Essen et al., 2015). While the former assumes that compensation is the result of an arm's length transaction, the latter casts doubts on this assumption and recognizes that power and connections between individuals at boards-level influence the definition of their compensation arrangements (Bebchuk et al., 2002; Mallin et al., 2015; Van Essen et al., 2015). Previous literature on executive and non-executive director compensation has traditionally assumed that the optimal contracting and the managerial power perspectives are alternative and competing with each other (e.g., Murphy, 2002; Bebchuk et al., 2002; Hall & Murphy, 2003; Murphy & Zábojník, 2004; Conyon, 2006; Zattoni and Minichilli, 2009; Melis, et al., 2012). However, more recently, some scholars started to point out that these two theoretical perspectives could provide complementary, rather than competing, explanations to executive and non-executive director compensation and that a conceptual framework that brings the two theoretical perspectives together is, therefore, desirable (Frydman and Jenter, 2010; Mallin et al., 2015; Van Essen et al., 2015).

Hence, our study, in line with previous literature, develops its analysis with the theoretical lens provided by agency theory, extending it by investigating statutory auditors' compensation both from an optimal contracting and a managerial power perspective. This choice allows us to deepen agency theory by examining whether the optimal contracting and the managerial power perspectives are alternative explanations or they provide complementary views, i.e. they can co-exist at the firm-level in explaining

the compensation of statutory auditors. The focus on the board of statutory auditors' compensation also enable us to disentangle the different effects (e.g., advisory vs. monitoring roles) on compensation that have been found to influence the compensation received by other monitors at board-level, such as independent directors (e.g., Goh and Gupta, 2015) and focus on the compensation determinants of a board that exclusively has a monitoring function at board-level without any advisory role.

## **2.1 Hypotheses' development**

According to an optimal contracting perspective of agency theory, individuals who are stronger monitors have an incentive to maintain (and develop) their reputation and they should be more demanded in the labour market because of the value that they bring to the shareholders (Fama, 1980; Fama and Jensen, 1983). Labour market demands for strong monitors at board-level should result in higher levels of compensation for those individuals (e.g., Fama, 1980; Goh and Gupta, 2015). Nonetheless, the asymmetry of information among those individuals and shareholders may not allow individual actions of monitoring to be observed and, hence, contracted upon. A remedy to the problem, except for compensation schemes, is to invest resources into monitoring of actions and use information in the contract (Jensen and Meckling, 1976). However, especially in non-programmable jobs in which full observation of agent's actions and performance by the principal is, generally, either impossible or prohibitively costly (Holmström, 1979), it is efficient to write down a contract with payoffs that are based on the actions of the agents that can be observed by the principals (Eisenhardt, 1989; Holmström, 1979). As a consequence, the outcomes that the principals can measure in a more precise and unequivocal way are also those that can be expected to have greater influence over the distribution of the agent's rewards (Gomez-Mejia and Balkin, 1992).

Following this logic, in the boards' context the determination of compensation, more specifically the criteria by which the boards are remunerated, is an important issue given the potential for agency problems not only between boards of directors and shareholders (Bebchuk et al., 2002; Certo et al., 2008; Andreas et al., 2012; Mallin et al., 2015), but also between the board of statutory auditors and shareholders. Similarly to the work of an independent non-executive director, the statutory auditor's performance is an extremely difficult area for the principals (i.e. the shareholders) to observe and measure, as the latter are not likely to have either the information or the

expertise to express a professional judgment upon a statutory auditor's performance (Melis, 2004).

Given the information and expertise asymmetries between the board of statutory auditors and the shareholders, the agency costs are likely to be too steep to allow the shareholders, especially those that are not involved in the management of the firm, to monitor the quality of performance of the board of statutory auditors directly. Thus, rather than monitoring the board of statutory auditors' quality of performance, the shareholders may determine the compensation of statutory auditors on observable measures, such as their effort that is visible by them. At the same time, determining the statutory auditors' compensation on the basis of their observable effort is also in the interest of shareholders because, similarly to the case of independent directors (Hempel and Fay, 1994; Cordeiro et al., 2000; Mallin et al., 2015), firms that fail to do so would find it difficult to attract and retain talented statutory auditors. Individuals seek to retain equilibrium between the inputs (in terms of effort) that they bring to a job and the financial outcomes they receive from it (Mallin et al., 2015). Therefore, differences in compensation among board of statutory auditors may arise from differences in meeting attendance (Hempel and Fay, 1994; Brick et al., 2006; Farrell et al., 2008; Mallin et al., 2015) as those effort is observable by shareholders..

Hence, from an optimal contracting perspective, we expect that:

*H1. Statutory auditors' compensation will be positively related to the board of statutory auditors' observable effort.*

To pay statutory auditors considering the level of observable effort they exert on the board of statutory auditors reflects an optimal contracting view of agency theory. However, as in the case of executive and independent non-executive directors (e.g., Bebchuk et al., 2002; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015), firms may adopt different criteria in setting the compensation of statutory auditors.

The managerial power view of board monitoring suggests that stronger monitors at board-level may actually be less desirable by corporate insiders due to consequent greater scrutiny in the decision-making process (Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015). According to managerial power perspective, there is no reason to assume that self-interested directors will automatically seek to act in the shareholders' interest (Bebchuk et al., 2002; Mallin et al., 2015). In the same view, there is no reason to expect that statutory auditors will either. Similarly to independent directors nominated in a board by a powerful CEO, statutory auditors appointed from a

controlling shareholder's slate might be grateful to those corporate insiders who have placed them in the board of statutory auditors (Bebchuk et al., 2002).

Statutory auditors' behaviour is subject to an agency problem, which, in turn, undermines statutory auditors' ability to address effectively the agency problem in the relationship between directors and shareholders. The key to being re-appointed to a statutory auditor's position is being placed on the firm's slate. Thus, the easier alternative for statutory auditors, especially those appointed by the controlling shareholder, is to choose not to 'rock the boat' as they need the controlling shareholder's support in order to be re-appointed (Melis, 2004). Therefore, in line with the argument of Bebchuk et al. (2002) on independent directors' appointment, confronting corporate insiders (i.e. the executive directors or the controlling shareholder), or developing a reputation for doing so, would hurt, rather than help, a statutory auditor's chances of being invited to re-join the firm's board of statutory auditors or even other firms' boards. Market forces, which have not been considered as sufficiently strong to guarantee optimal contracting outcomes in the US (Bebchuk et al., 2002), are even less strong in a relationship-based system such as Italy (Weimer and Pape, 1999). Therefore, developing a reputation as a strong independent monitor could be even less desirable for an individual who wants to continue to serve as a statutory auditor. The incentive on the (re)appointment, together with the lack of appropriate market forces, may serve as a curb for statutory auditors to exercising their monitoring duties effectively, including those on executive directors, who usually act as loyal agents for controlling shareholders (Melis, 2004). Previous literature on non-executive directors has pointed out that directors with a potential conflict of interest (e.g., a significant business relationship with the firm or corporate insiders) may not act in a truly independent manner (Yermack, 2004; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015). These directors could collude with corporate insiders and help those insiders in pursuing their own interests, rather than those of all shareholders (i.e. including those who are not involved in the control of the firm). In such cases, the managerial power perspective of agency theory predicts that individuals who provide generosity to the corporate insiders promote an environment of 'collegiality', rather than confrontation, and find the latter reciprocating (Bebchuk et al., 2002; Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015). This may result in lower compensation for monitors who are perceived to be less 'friendly' to corporate insiders (Goh and Gupta, 2015). By extending these arguments to the statutory auditors, who take part to the meetings of the board of directors as monitors on behalf of the shareholders, it could be argued that, after

accounting for their observable effort in the board of statutory auditors, the statutory auditors' compensation might depend on whether they are, or are not, in a situation of potential conflict of interest with the firm (and/or the controlling shareholder). The extent to which a monitor is truly independent is pivotal to the issue of whether he or she will exert an 'objective independent judgment' or not (e.g., Mallin et al., 2015). In the assessment of statutory auditor's independence, the Italian regulator has adopted a 'rules-based' approach, by requiring firms to appoint an individual in the board of statutory auditors only when several formal independence criteria are met, taking for granted that the controlling shareholder could wield its influence over the appointment of statutory auditors (e.g., Ferrarini, 2005; Ferrarini and Giudici, 2006). Nevertheless, whilst all statutory auditors are deemed to be formally independent, in reality they may not be. Statutory auditors who are involved with the firm and/or with its controlling shareholder may collude, exercise their monitoring duties less efficiently and act in the interests of corporate insiders, rather in those of all shareholders (Melis, 2005; Clark et al., 2006; Mallin et al., 2015). Thus, according to a managerial power approach of agency theory, these statutory auditors may be paid significantly more than those board composed of peers who are not so involved with the firm (and the controlling shareholder), after accounting for their level of effort observable by shareholders. This would be the result of their lack of *de facto* independence and potential to collude with corporate insiders. Hence, in line with the managerial power perspective, we expect that:

*H2. Statutory auditors' compensation will be positively related to the board of statutory auditors' involvement with the firm and its controlling shareholder.*

### **3. Research design**

This study focuses on Italian non-financial listed firms that have adopted the Italian traditional board structure with the board of statutory auditors. At the end of 2012, we identified 260 firms listed on the Mercato Telematico Azionario. First, we excluded 59 financial firms (banks, insurance firms, financial services and other financial institutions) due to the particularities of the financial sector in terms of regulation and corporate governance practices. Then, we dropped: 4 firms which did not have a board of statutory auditors; 5 firms that had their share's quotation suspended, and 4 foreign firms. Finally, due to unavailability of data about the compensation of the board of statutory auditors, we had to exclude 7 firms. Therefore, the final

sample was constituted by a total number of 181 Italian non-financial listed firms.

### 3.1 Dependent, independent and control variables

The annual compensation of statutory auditors (TOTAL COMPENSATION) is disclosed in the compensation report and is usually composed of two components: a) basic salary (SALARY), and b) additional compensation (OTHER COMPENSATION). The first component is that paid to statutory auditors for performing their role in the board of statutory auditors. The second component is paid to statutory auditors for other services given to the firm (or other firms in the group). Following previous literature (e.g. Andreas et al., 2012; Engel et al., 2010; Farrell et al., 2008; Fernandes et al., 2013; Mallin et al., 2015), our dependent variables are the natural logarithm of the annualized compensation received by the statutory auditor. Following previous literature on independent non-executive director compensation (e.g. Hempel and Fay, 1994; Cordeiro et al., 2000; Farrell et al., 2008; Marchetti and Stefanelli, 2009; Engel et al., 2010, Mallin et al., 2015), statutory auditors' observable effort was estimated with the variable BOARD MEETINGS and FIRM SIZE, while statutory auditors' involvement with the firm was estimated with TENURE and APPOINTMENT.

All dependent and independent variables' definitions and sources are reported in Table 1 (<http://www.sidrea.it/determinants-compensation-statutory-auditors/>) together with the control variables at individual and firm-level.

### 3.2 Data analysis

The basis and the amounts of the compensation of each statutory auditor were analysed by using descriptive statistics tools. In order to test our hypotheses H1 and H2 we estimated a series of linear regression models with the compensation of the board of statutory auditors as the dependent variable. The dependent and the independent variables (except the dichotomous and the categorical variables) are all expressed in natural logarithmic terms.

$$(1) \text{TOTAL COMPENSATION}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{Effort}_i + \beta_2 \text{Involvement}_i + \gamma c_i + \varepsilon_i$$

$$(2) \text{SALARY}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{Effort}_i + \beta_2 \text{Involvement}_i + \gamma c_i + \varepsilon_i$$

$$(3) \text{ OTHER COMPENSATION}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{Effort}_i + \beta_2 \text{Involvement}_i + \gamma c_i + \varepsilon_i$$

To check for multicollinearity we verified the level of correlation among the independent variables and the variance inflation factors (VIFs).

## 4. Findings

### 4.1 Descriptive statistics and univariate analysis

The descriptive statistics for statutory auditors' compensation and its components are shown in Table 2 (<http://www.sidrea.it/determinants-compensation-statutory-auditors/>). The median and mean annual compensation (TOTAL COMPENSATION) is similar to the amounts generally paid to independent non-executive directors in Italy (Mallin et al., 2015).

Panel A and B of Table 3 (<http://www.sidrea.it/the-determinants-of-compensation-of-the-board-of-statutory-auditors-in-italian-non-financial-listed-firms/>) report descriptive statistics of our independent variables and control variables.

Table 4 (<http://www.sidrea.it/determinants-compensation-statutory-auditors/>) reports the correlations and the VIF's between all the variables used in the analysis.

### 4.2. Multivariate analysis

Table 5 (<http://www.sidrea.it/determinants-compensation-statutory-auditors/>) reports the results of the multivariate analyses. The total compensation received by statutory auditors is significantly influenced by the observable effort of the board of statutory auditors and the firm's size. The breakdown analysis reported in Model 2 reveals that the first component of compensation (SALARY) is positively influenced by the observable effort (BOARD MEETINGS) of the statutory auditors and the size of the firm (FIRM SIZE). Thus, hypothesis 1 is supported. Model 3 reports the breakdown analysis on the second component of compensation (OTHER COMPENSATION). The amount of additional compensation that statutory auditors received beyond the compensation related to their duties is found to be significantly influenced by the level of involvement of the statutory auditors with the firm (TENURE). Thus, hypothesis 2 is supported.

## 5. Discussion and concluding remarks

This study contributes to the understanding of the compensation of the board of statutory auditors. By adopting an agency theory framework, in particular, this study analyses the extent to which both optimal contracting theory and managerial power perspectives are able to explain statutory auditors' compensation among Italian non-financial listed firms, investigating whether their compensation reflects their effort that is observable by shareholders and/or their potential involvement with the firm and connection with its controlling shareholders.

Our analysis of the determinants of the boards' compensation compensation has allowed us to address an important limitation pointed out by prior literature, which could not disentangle the effect of the advisory role from the monitoring role on pay (Goh and Gupta, 2015; Mallin et al., 2015).

We find that statutory auditors' compensation is mainly based on the effort they exert that is observable by shareholders. This evidence is in line with an optimal contractive view of agency theory (e.g., Holmström, 1979; Gomez-Mejia & Balkin, 1992; Mallin et al., 2015) which predicts that in case of non-programmable jobs, when there is high uncertainty and the principal cannot easily monitor the agent's actions, it is more efficient to write down a contract with outcomes that can be easily observed by the principal (e.g., the shareholders).

However, our findings also show that those boards of statutory auditors with more involvement with the firm received additional compensation that is not related to their role in the board of statutory auditors but to other services given to the firm (or other firms in the group). This finding casts doubts on the assumption that statutory auditors' compensation is the result of an arm's length transaction, and is in line with a managerial power perspective of agency theory, which recognizes that power and connections between individuals, including those allegedly independent, influence the definition of compensation arrangements at boards-level (Bebchuk et al., 2002; Mallin et al., 2015; Van Essen et al., 2015). Furthermore, the evidence of poor disclosure on this additional compensation, paid to those statutory auditors that are more involved with the firm, provides further support to the managerial power view as limited disclosure enables firms to camouflage the additional compensation paid. In line with what found by prior literature in executive compensation schemes (e.g., Bebchuk et al., 2002; Bebchuk and Fried, 2003; Laksmana et al., 2012), limited disclosure on this specific compensation component seems to be the result of statutory auditors' potential lack of *de facto* independence and collusion with corporate insiders.

This study has both theoretical and practical implications. First of all, a theoretical implication of our study is that our overall findings provide support for the emerging view, previously brought to light in some of the most recent executive and non-executive director compensation studies (Mallin et al., 2015; Van Essen et al., 2015), that optimal contracting and managerial power perspectives represent complementary, rather than competing, explanations to the compensation of individuals that serve at board-level, as they encompass different contracting arrangements within agency theory; while they seem to contrast with the literature on executive and non-executive director remuneration that has traditionally assumed that these two perspectives are alternative and competing with each other (e.g., Murphy, 2002; Hall and Murphy, 2003; Murphy and Zábajník, 2004; Conyon, 2006; Zattoni and Minichilli, 2009; Melis et al., 2012). More specifically, this study expands prior literature by pointing out that not only do these two perspectives co-exist at an aggregate-level (e.g., at country-level, Bebchuk et al., 2002), but they can also be complementary at firm-level. The findings of this study have also important practical implications. The lack of disclosure on the amount paid to statutory auditors not for their duties in the board of statutory auditors, but for other services to the firm (or the firms in the group), associated with the potential collusion of the statutory auditors with the firm, leaves us with the important question of the extent to which the board of statutory auditors can be relied on as an effective independent corporate governance oversight mechanism, or, in line with prior literature (Melis, 2004), it merely represents a legitimating device. We, therefore, suggest investors and other stakeholders, who may rely on the work of the board of statutory auditors as independent monitor, to be careful about the way statutory auditors are paid. Moreover, we recommend policymakers to improve existing regulation by enforcing the level of full mandatory disclosure on the criteria and the amount paid to statutory auditors for other services to the firm (or the firms in the group). At the same time, we invite policymakers to avoid focusing only on the independence of candidates at the appointment and issue a stricter regulation (e.g. limit tenure) on the potential threats to the board of statutory auditors' *de facto* independence.

## References

Adams R., Ferreira D., 2008. *Do directors perform for pay?*, Journal of Accounting and Economics, 46: 154-171.

- Aguilera R. V., Jackson G., 2003. *The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants*, *Academy of management review*, 28(3): 447-465.
- Andreas J., Rapp M., Wolff M., 2012. *Determinants of director compensation in two-tier systems: evidence from German panel data*, *Review of Managerial Science*, 6(1): 33-79.
- Bebchuk L., Fried J., Walker D., 2002. *Managerial Power and Rent extraction in the Design of Executive Compensation*, *University of Chicago Law Review*, 69: 751-846.
- Bebchuk L., Fried J., 2003. *Executive Compensation as an Agency Problem*, *Journal of Economic Perspectives*, 17: 71-92.
- Boyd B. K., 1996. *Determinants of US outside director compensation*, *Corporate Governance: An International Review*, 4(4): 202-211.
- Brick I. E., Palmon O., Wald J. K., 2006. *CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence of cronyism?*, *Journal of Corporate Finance*, 12: 403-423.
- Certo T., Dalton C., Dalton D., Lester R., 2008. *Boards of Directors' Self Interest: Expanding for Pay in Corporate Acquisitions?*, *Journal of Business Ethics*, 77: 219-230.
- Clark G.L., Wójcik D., Bauer R., 2006. *Geographically dispersed ownership and inter-market stock price arbitrage Ahold's crisis of corporate governance and its implications for global standards*, *Journal of Economic Geography*, 6: 303-322.
- Canyon M., 2006. *Executive compensation and incentives*, *Academy of Management Perspectives*, 20: 25-44.
- Cordeiro J., Veliyath R., Erasmus E. J., 2000. *An empirical investigation of the determinants of outside director compensation*, *Corporate Governance: An International Review*, 8(3): 268-279.
- Cuomo F., Mallin C., Zattoni A., 2016. *Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda*, *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222-241.
- Eisenhardt K. M., 1989. *Agency Theory: An Assessment and Review*, *The Academy of Management Review*, 14 (1): 57-74.
- Engel E., Hayes R., Wang X., 2010. *Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process*, *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2): 136-154.
- Fama E., 1980. *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama E., Jensen M., 1983. *Separation of ownership and control*, *Journal of Law and Economics*, 26: 301-326.

- Farrell K., Friesen G., Hersch P., 2008. *How do firms adjust director compensation?*, Journal of Corporate Finance, 14: 153-162.
- Fernandes N., Ferreira M., Matos P., Murphy K., 2013. *Are U.S. CEOs paid more? New international evidence*, Review of Financial Studies, 26(2): 323–367.
- Ferrarini G., 2005. *Corporate Governance Changes in the 20th Century: A View from Italy*, in Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch, Hideki Kanda and Harald Baum, eds., Corporate Governance in Context: Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US, Oxford, Oxford University Press.
- Ferrarini G., Giudici P., 2006. *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in John Armour and Joseph A. McCahery, eds., After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US, Portland, Hart Publishing.
- Frydman C., Jenter D., 2010. *CEO Compensation*. Annual Review of Financial Economics, 2(1): 75-102.
- Goh L., Gupta A., 2015. *Remuneration of non-executive directors: Evidence from the UK*, British Accounting Review, forthcoming, available online May 2015.
- Gomez-Mejia L., Balkin D., 1992. *Determinants of faculty pay: An agency theory perspective*, Academy of Management Journal, 35: 921-955.
- Hahn P. D., Lasfer M., 2011. *The compensation of non-executive directors: rationale, form, and findings*, Journal of Management & Governance, 15: 589-601.
- Hall B. J., Murphy K. J., 2003. *The trouble with stock option*, Journal of Economic Perspectives, 17: 49-70.
- Hempel P., Fay C., 1994. *Outside director compensation and firm performance*, Human Resource Management, 33(1): 111-133.
- Higgs, D., 2003. Review of the role and effectiveness of non-executive directors. London: Department of Trade and Industry.
- Hogan T.D., McPheters D., 1980. *Executive compensation: Performance versus personal characteristics*, Southern Economic Journal, 46: 1060-1068.
- Holmström B., 1979. *Moral Hazard and Observability*, The Bell Journal of Economics, 10(1): 74-91.
- Horton J., Millo Y., Serafeim G., 2012. *Resources or power? Implications of social networks on compensation and firm*

- performance*, Journal of Business, Finance and Accounting, 39: 399-426
- Jensen M. C., Meckling W. H., 1976. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3(4): 305-360.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1999. *Corporate ownership around the world*, The Journal of Finance, 54(2): 471-517.
- Laksmana I., Tietz W., Yanget Y., 2012. *Compensation discussion and analysis (CD&A): readability and management obfuscation*, Journal of Accounting and Public Policy, 31(2): 185-203.
- Lazar C., Metzner Y., Rapp M.S., Wolff M., 2014. *Remuneration of Non-Executive Directors in German Listed Firms: An Empirical Analysis from a Practitioners' Perspective*, Accounting, Economics and Law, 4(2): 1-16.
- Magnan M., St-Onge S., G elinas P., 2010. *Director compensation and firm value: A research synthesis*, International Journal Of Disclosure & Governance, 7, 1, pp. 28-41.
- Mallin C., Melis A., Gaia S., 2015. *The remuneration of independent directors in the UK and Italy: An empirical analysis based on agency theory*, International Business Review, 24: 175–186
- Marchetti P., Stefanelli V., 2009. *Does the compensation level of outside director depend on its personal profile? Some evidence from UK*, Journal of Management and Governance, 13: 325–354.
- Melis A., 2004. *On the role of the board of statutory auditors*, Corporate Governance: An International Review, 12(1): 74-84.
- Melis A., 2005. *Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian Case?*. Corporate Governance: An International Review, 13(4): 478-488.
- Melis A., Carta S., Gaia S., 2012. *Executive remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian firms use stock options?*, Journal of Management and Governance, 16: 511–541.
- Murphy K.J., 2002. *Explaining executive compensation: Managerial power vs. the perceived cost of stock options*, University of Chicago Law Review, 69: 847-869.
- Murphy K.J., Z abojn ık J., 2004. *CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends*, American Economic Review, 94: 192-196.
- Shen W., 2005. *Improve board effectiveness: The need for incentives*, British Journal of Management, 16, pp. 81–89.

- Van Essen M., Otten J., Carberry E. J., 2015. *Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation*, Journal of Management, 41: 164-202.
- Vafeas N., 2003. *Length of board tenure and outside director independence*, Journal of Business, Finance and Accounting, 30(7-8), 1043-1064.
- Yermack, D., 2004. *Remuneration, Retention and Reputation Incentives for Outside Directors*, Journal of Finance, 59, 2281-2308.
- Weimer J., Pape J. C., 1999. *A Taxonomy of systems of corporate governance*, Corporate Governance: An international review, 7(2): 152-166.
- Williamson O. E., 1988. *Corporate finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, 43(3): 567-591.
- Zattoni A., Minichilli A., 2009. *The diffusion of equity incentive plans in Italian listed companies: What is the trigger?*, Corporate Governance: An International Review, 17(2): 224-237.



# NELL'OTTICA DELLE BANCHE LA BOARD DIVERSITY CONTRIBUISCE A MIGLIORARE LA REPUTAZIONE AZIENDALE? UN PROGETTO DI RICERCA

Francesca Aura<sup>1</sup>

## 1. La Reputazione negli studi aziendali

La Reputazione aziendale costituisce uno dei temi più dibattuti nell'ambito degli studi economico aziendali. Si parte con una *review* della letteratura esistente per comprenderne meglio gli aspetti. In un'era come quella attuale, fatta di Social Network, immediata visibilità, possibilità di contatti immediati con tutto il mondo, considerando anche una piena crisi economica, in buona compagnia di una forte crisi di valori etici e morali, che si traduce in mancanza di fiducia e di credibilità, dove la stima e la fidelizzazione hanno lasciato spazio a diffidenza e timore, appare quasi naturale un interessamento per il tema della *Reputation*. Un interessamento quello per la *Reputation* che proviene non solo dal mondo accademico attraverso lo studio da parte di ricercatori, ma anche dal punto di vista delle imprese, dalle società di consulenza e dei media di comunicazione. Come avviene per gli individui anche le organizzazioni sono sovente identificate attraverso il valore attribuito al loro "good name"<sup>2</sup>. Questo "buon nome" inevitabilmente inciderà sulla vita dell'organizzazione in molti modi.

Anche se il concetto di *Reputazione* può apparire semplice nella sua definizione più comune, è sorprendentemente complesso quando è studiato, indagato negli studi di ricerca manageriale; ciò è dimostrato dal fatto che emergono una molteplicità di definizioni, diverse concettualizzazioni e accezioni<sup>3</sup>. Il crescente interesse che è maturato negli anni, ha portato alla conclusione che considerare gli aspetti della Organizational Reputation ha la stessa rilevanza che si riserva agli aspetti del tipo economico, finanziario e operativo. Per concepire quindi questa "Organizational Reputation" non si può non prescindere da uno studio della letteratura pregressa esistente, fino a quella dei giorni nostri. Sebbene molti studi si sono finora occupati di *Reputation* anche dal punto di vista empirico, sono ancora pochi i risultati

---

<sup>1</sup> Università della Calabria.

<sup>2</sup> Gary H. Jones et al. REPUTATION AS RESERVOIR: The Value of Corporate Goodwill as a Buffer Against Loss in Times of Economic Crisis 2000 pag 2

<sup>3</sup> Lange et al. (2011) Organizational Reputation: A Review, Journal of Management p.1

ottenuti. Oggi lo studio della reputazione è concepito in maniera sistematica, grazie ad uno studio analitico, sotto i differenti aspetti che la caratterizzano e dai quali si riflette la diversità, dei molteplici humus di fondo che hanno contribuito alla creazione della conoscenza relativa alla *Corporate Reputation*<sup>4</sup>. Quello che di più ha suscitato interesse, va riscontrato necessariamente nelle questioni sollevate dagli esperti in merito, allo scopo di indagare con l'ausilio di strumenti pertinenti se ci fosse una relazione tra reputazione e valore competitivo sul mercato e non solo, quello che la maggior parte degli studi suggeriscono, è di indagare sulla correlazione tra reputazione e posizione competitiva fra tutti gli Stakeholder. Comprendere come questa reputazione può essere misurata e come fare per mantenerla ad un livello elevato; ma non basta, una buona reputazione va alimentata giorno dopo giorno, quindi va anche difesa.

Il concetto di "*Reputazione Organizzativa*" allo stesso tempo semplice e complesso, svolge un ruolo centrale in un crescente numero di studi in letteratura di gestione manageriale. La *Reputazione* è radicata nella storia dell'organizzazione, ed è impressa nella mente degli individui, che hanno ben presente per cosa o perché quell'organizzazione gode di fiducia maggiore rispetto ad altre. E' inoltre importante, prestare attenzione a quello che può succedere, in particolare può accadere che qualche informazione storica venga a galla dal passato o che nuovi comportamenti dell'organizzazione siano "jarring" ovvero scuotono l'osservatore dalla sua idea, portandoli a cambiarla. La Reputazione di un'organizzazione in conclusione, e i suoi cambiamenti influenzano inevitabilmente le relazioni dell'organizzazione con i suoi stakeholders<sup>5</sup>. La Reputazione è una risorsa intangibile, la cui costruzione richiede un processo particolarmente lungo e numerosi investimenti, mentre il rischio di subire un danno reputazionale può essere determinato anche da un singolo episodio. Queste caratteristiche della reputazione sono bene sintetizzate dall'espressione "*It takes twenty years to build a reputation and five minutes to ruin it*, di Warren Buffett, 1995.

Sebbene dallo studio della letteratura si evince che l'interesse per la questione *Reputazione* non è molto datato, è importante precisare che si tratta, in realtà, di un ambito di studio tutt'altro che nuovo o inesplorato, fin dagli albori dell'economia industriale, Marshall (1923) ne sottolineava

---

<sup>4</sup> Fombrun C.J. (1997) The Reputation Landscape, Corporate Reputation Review, Reputation Reputation Volume 1 p.4-15

<sup>5</sup> Lange et al. (2011) Organizational Reputation: A Review, Journal of Management.

l'importanza, attraverso delle semplici parole, quindi definendo che <sup>6</sup>: a producer, a wholesaler dealer, or a shopkeeper who has built up a strong connection among purchasers of his goods, has a valuable property,...he expects to sell easily to them because they know him and trust him and he does not sell to low prices in order to call attention to his business, as he often does in a market where he is little known” Marshall (1923)<sup>7</sup>.

L'attenzione verso questo tema oggi potrebbe essere riscontrata nell'influenza che questa esercita sulla competitività aziendale, che viene intesa come, la capacità di generare un vantaggio nei confronti della concorrenza, e non solo, ma anche come fonte di attrazione di nuovi clienti e fidelizzazione di quelli esistenti (Fombrun 1996).

Il silenzio sul tema della *Reputazione*, che ha caratterizzato il mondo della ricerca più o meno fino agli anni Novanta, si trasforma ad un certo punto in un acceso fermento, che fa nascere così per lo studio di tale tema, un interesse proveniente da più ambiti disciplinari<sup>8</sup>.

Il concetto di *Corporate Reputation* viene quindi studiato in diversi ambiti<sup>9</sup>: Psicologia, Sociologia, Economia, ecc.

Questo spiega anche il perché una definizione organica del concetto di *Reputazione* è il frutto della mediazione tra punti di vista diversi; un approccio multidisciplinare, è infatti un punto di partenza da cui non si può che prescindere, per comprendere al meglio le questioni legate alla reputazione<sup>10</sup>.

In Psicologia la Reputazione è un insieme delle associazioni cognitive, attinenti all'organizzazione sulla cui base i portatori d'interesse orientano i propri comportamenti di supporto o di resistenza all'organizzazione stessa. La Reputazione di un'organizzazione costituisce un sistema di significati, usati dagli individui per organizzare le impressioni sull'organizzazione, un semplificatore della realtà circostante.

Per gli Economisti il concetto di Reputazione indica l'insieme dei segnali che le organizzazioni usano sia per costruire un vantaggio competitivo, che per comunicare la propria forza.

---

<sup>6</sup>Nardin G. Balboni B. La reputazione di credibilità dell'impresa. (2007) Un'analisi esplorativa nei servizi di ristorazione aziendale

<sup>7</sup>Marshall A. (1923), *Industry and Trade*, MacMillian, London ,P.82

<sup>8</sup> M.Barnett, J.M. Jermier, B. A. Lafferty (2006) *Corporate Reputation: The Definitional Landscape* “tra il 1980 il 2003 la produzione di materiale scientifico relativo alla Corporate Reputation era di cinque volte superiore rispetto ai primi anni. Volume 9 pag 25-38.

<sup>9</sup> Cuomo M.T. Metallo, Tortora D.(2014) *Corporate Reputation Management: Analisi e modelli di misurazione* pag 16

<sup>10</sup> <http://cesar-reputazione.blogspot.it/>

Per gli studi di Strategia la Reputazione, costituisce una barriera alla mobilità e una risorsa per le organizzazioni; una buona Reputazione, è un tratto distintivo che garantisce un vantaggio competitivo in grado di proteggere l'organizzazione dall'ingresso nel mercato di nuovi concorrenti. La Reputazione è una risorsa intangibile, che misura la differenza tra il valore delle sue risorse tangibili certificate nei bilanci delle organizzazioni e il suo valore di mercato. Quest'ultimo punto, in particolare, ha stimolato un dibattito tuttora aperto, per la difficoltà, che i sistemi contabili hanno nella valutazione delle risorse intangibili e della loro capitalizzazione negli anni.

In Sociologia la Reputazione, è un indicatore di legittimità, che racconta dell'operato di un'organizzazione in relazione alle aspettative e alle norme della società; le “*classifiche reputazionali*”, sono dei costrutti sociali, che parlano delle relazioni che le organizzazioni hanno con i loro portatori di interesse, in un ambiente sociale condiviso.

In Organizzazione Aziendale la Reputazione, è un'interpretazione cognitiva dell'organizzazione, usata dagli osservatori esterni, interni e dal top management. In questo approccio l'identità di un'organizzazione influisce sulle percezioni e sulle motivazioni, del management e dei lavoratori e sul modo in cui essi si relazionano con l'esterno; la cultura e l'identità di un'organizzazione diventano elementi fondamentali per la costruzione di una Reputazione.

Per gli studiosi di Marketing è l'insieme dei significati cognitivi e affettivi, attribuiti dai consumatori ai prodotti con cui sono entrati in contatto.

Questo interesse per il concetto di reputazione, come abbiamo visto a livello multidisciplinare, conduce alla comprensione del perché vi sia questo crescente interesse per l'importanza del patrimonio “*Reputazionale*”. Come si riscontra nella letteratura esistente, gli studi possono essere classificati in tre aree che fanno leva rispettivamente su:

- reputazione come *Consapevolezza*;
- rilevanza del problema della *Valutazione*;
- reputazione in quanto *asset* a disposizione dell'impresa.

Nella reputazione come *Consapevolezza*, si guarda alla Reputazione come *awareness*, in cui vanno inseriti tutti gli studi della *Corporate Reputation* il cui focus si concentra, sulla percezione, per spiegare la Reputazione;

nel secondo elenco puntato, si guarda alla reputazione come *assessment*, che considera l'oggetto di studio, come un insieme di giudizi, valutazioni, stime, riferite ai soggetti che interagiscono con l'azienda, in tale posizione è di rilievo il valore giudicante della categoria;

nel terzo cluster la reputazione, viene vista come *asset*, nella quale convergono tutti gli studi relativi alla definizione di *Corporate Reputation*, quale risorsa intangibile rilevante, in grado di apportare all'organizzazione benefici di tipo economico e finanziario.

Si va a questo punto verso la ricerca di un framework teorico, che sia in grado di proporre una definizione condivisa delle interpretazioni proposte. Da questo intento numerosi studiosi fanno convergere il proprio interesse, sul contributo di tre prospettive teoriche, attraverso cui si riesce a tracciare un impianto concettuale organico, che analizza il costrutto della *Corporate Reputation*, guardandola dal suo processo di formazione, al suo mantenimento e fino alla valutazione delle conseguenze generate. In una prima fase definita di *pre-action*, l'attenzione è posta sull'*Institutional Theory*, che focalizza l'attenzione sull'incremento del consenso dell'organizzazione all'interno dei contesti istituzionali di riferimento<sup>11</sup>. Nello studio *in action* si guarda alle interpretazioni delle performance, quale segnali di percezione per gli stakeholder, con la *Signaling Theory* si passa alla fase *post-action*, per un'analisi dei risultati raggiunti.

Da uno studio delle prospettive teoriche analizzate si conviene ad una considerazione, la *Corporate Reputation* va considerata come un aspetto dinamico e multidimensionale.

Molteplici sono quindi le definizioni preposte fino ad oggi, ma tutte convergono verso un'unica strada “*la reputazione è un fenomeno collettivo, declinabile in relazione ad una serie di gruppi di interesse impiegati a riconoscere e interpretare cosa un'organizzazione rappresenta*”<sup>12</sup>

La Reputazione aziendale è generalmente considerata come il giudizio collettivo che i diversi stakeholder danno, della credibilità dei comportamenti dell'impresa oggetto di interesse, della sua affidabilità e qualità dei suoi prodotti e servizi, e anche della legittimità e responsabilità delle sue azioni, (Dowling 2006, Fombrun 1996).

Nel 2000 Bennett e Kottasz definiscono: “La Reputazione di un'organizzazione, come la fusione di tutte le aspettative, percezioni ed opinioni sviluppate nel tempo da clienti, impiegati, fornitori, investitori e un vasto pubblico, in relazione alle qualità dell'organizzazione, alle caratteristiche e ai comportamenti, che derivano dalla personale esperienza, il sentito dire o l'osservazione delle passate azioni dell'organizzazione”.

---

11 Legittimazione e consenso da parte di tutti gli stakeholder, Gottschalk P. (2011) “Corporate Social Responsibility, Governance and Corporate Reputation, World Scientific Publishing, Singapore.

12 Cuomo M.T. Metallo, Tortora D.(2014) Corporate Reputation Management: Analisi e modelli di misurazione pag. 17-19

Diversi studi, hanno indagato i benefici legati al conseguimento di una *buona reputazione*. Tali studi hanno messo in luce, come quest'ultima permetta di attrarre nuovi clienti e favorisca la fidelizzazione di quelli esistenti, aumenti inoltre la possibilità di assumere e trattenere talenti, contribuisca a rendere l'azienda oggetto di un trattamento favorevole da parte dei mezzi comunicazione. La reputazione aziendale funge, infatti, da indicatore della qualità dell'offerta di un'azienda. "prodotti e servizi ma anche condizioni di lavoro o opportunità di investimento" in contesti caratterizzati da elevati livelli di incertezza<sup>13</sup>.

La *Corporate Reputation* si affaccia quindi su un "Open Door" dove ruotano tutti gli stakeholder, in un ciclo che non si ferma mai, dove questi ultimi osservano, studiano elaborano e valutano. Quindi se fattori come il soddisfacimento delle aspettative, la qualità dei prodotti ecc., influenzano l'idea di Reputazione, va sicuramente riconosciuto anche a quella che è la composizione del C.d.a, un ruolo importante, per quanto riguarda la percezione della Reputazione. Il sistema di Governance aziendale, è paragonato ad un vero e proprio indicatore di performance; nel corso degli anni una buona Governance è divenuta sinonimo di buona reputazione, svolgendo un ruolo chiave nel decretare il successo aziendale.

## **2. Board Diversity**

La "*board diversity*", fa riferimento alla composizione del Consiglio d'Amministrazione, "diversity" da intendersi rispetto a molteplici fattori quali: genere, età, nazionalità, formazione ed esperienza professionale da valutarsi come elemento in grado di migliorare la qualità del governo societario<sup>14</sup>. La *board diversity*, si riferisce quindi al grado di eterogeneità all'interno del consiglio per alcune caratteristiche informative o demografiche, (Levrau, Van den Berghe 2007), ma anche conoscenze, capacità e competenze.

Il crescente interesse per la diversificazione del board, è spiegato in due modi: parte della ricerca, che si avvicina al problema da un punto di vista morale ed etico, che si concentra sull'iniquità sociale, per identificare pratiche discriminatorie sul posto di lavoro verso le donne o le minoranze etniche; e dall'altra parte gli studi considerano la diversificazione da un punto di vista organizzativo ed economico esaminandone gli effetti sull'attività di un'impresa (Levrau, Van den Berghe 2007).

---

<sup>13</sup> Gabbionata C., Reputazione aziendale e analisti finanziari. (2012) McGraw-Hill

<sup>14</sup> Board diversity e governo societario: alcuni indicatori per le società quotate italiane a fine 2012 Ciavarella e Lanciano

La composizione del Cda è diventata, nel tempo oggetto di studi teorici ed empirici indirizzati a capire che relazione c'è tra composizione del Cda e performance aziendali. La letteratura mostra che esiste una relazione positiva tra eterogeneità del Cda e performance aziendali, (Erhardt et al 2003, e Hillman et al, 2007). Fatta eccezione fra gli altri, per gli studi di (Rose 2007), dove, questa relazione positiva, non è dimostrata. Le ragioni che potrebbero giustificare la relazione positiva, sono diverse:

1. migliore conoscenza e comprensione del mercato, migliore capacità di problem solving, in modo particolare riferendosi alle donne,
2. migliori relazioni globali, facendo riferimento alla presenza nel consiglio, di stranieri.

L'eterogeneità, guardata dal punto di vista del gender, è quella che ha ricevuto più attenzione e i risultati, mostrano l'esistenza di relazioni positive, con le performance.

La tradizionale forma di diversity, acquisisce un ruolo di primaria importanza dinnanzi al problema di agenzia (*teoria dell'agenzia*), che affliggeva le imprese, in cui le funzioni di proprietà, controllo e gestione sono separate. Bearl e Means, nel 1932, individuano nella composizione del board (Cda), e in particolare nella presenza di amministratori indipendenti (AI), uno dei meccanismi di Governance interna, capace di allineare maggiormente gli interessi della proprietà (*principal*), a quelli dei manager, cui è affidata la gestione (*agent*). La composizione del Cda diventa, così oggetto di studi teorici ed empirici indirizzate a capire che relazione c'è, tra composizione del Cda e performance aziendali.

I filoni di ricerca riguardanti la Board Diversity e la performance d'impresa, sono molteplici, ci si può riferire alla relazione tra singole caratteristiche del Cda e alle performance aziendali, ci si può riferire alla gender diversity e alla performance, e ancora alla dimensione del board sempre in relazione alle performance aziendali. Quest' ultimo filone di ricerca studia se c'è relazione tra *la dimensione* del Cda e le performance aziendali, al fine di riuscire a comprendere se, Cda più grandi siano, più o meno efficaci, di Cda più piccoli. I filoni di ricerca in materia di Board Diversity e performance sono davvero tanti essendo l'argomento ad ampio spettro, ed analizzabile da differenti prospettive. Come conseguenza di questo ampio interesse, in letteratura, sono moltissimi i contributi relativi allo studio della composizione del board e del suo funzionamento, (La Porta et Al 200, Fields e Keys, 2003 Becht et al 2002). Il tema della board diversity, che comprende caratteristiche diverse, quali diversità demografica, diversità di istruzione, di genere (Adams e Ferreira, 2009; Van Ees et al. 2009;)

nonostante sia stato ed è oggetto di studi continui mostra ancora un legame controverso con le performance aziendali.

La relazione tra performance, board diversity ed eterogeneità, è per la maggiore parte, oggetto di studi di matrice anglosassone, ed evidenzia un miglioramento della performance non solo in presenza di Cda eterogenei ed indipendenti, ma anche in presenza di Consigli di Amministrazione di piccole dimensioni, (Erhardt et al 2003). Dalla letteratura esaminata, il ruolo dell'indipendenza e dell'eterogeneità appare, confermato anche per le imprese operanti in contesti diversi da quello anglosassone, per ambiente economico, culturale normativo nonché per le dimensioni del mercato dei capitali inoltre anche per le caratteristiche della struttura proprietaria e quindi un diverso modo anche di concepire il problema di agenzia. Le quotate italiane rispetto alle anglosassoni, hanno la caratteristica di avere la proprietà in mano a pochi forti azionisti, i quali grazie al loro azionariato, riescono ad incidere sulla composizione del Cda. E' vero che la presenza diretta o indiretta all'interno del Cda, attenua il problema di agenzia tra manager e proprietà, ma mette in risalto quello tra gli azionisti stessi (principal vs principi) di maggioranza e di minoranza. Ecco spiegato perché in letteratura si considera la composizione del board, uno dei principali meccanismi di controllo. Nella letteratura italiana, uno dei lavori relativo alle quotate italiane è quello di Schwizer et al 2012<sup>15</sup>, che si concentra sia sulla diversità di genere che sulla diversità di nazionalità, in riferimento alle performance operative, del Consiglio di Amministrazione di società quotate in Italia. Le indagini empiriche sembrano maggiormente concordi nell'affermare la presenza di una relazione positiva e se da un lato vi sono dubbi sulla relazione tra presenza femminile e performance finanziarie, dall'altro la board diversity sembra incidere, in misura determinante, sulle performance operative del consiglio e contribuisce a migliorare la qualità percepita del modello di Governance adottato dall'impresa.

Alcuni studi che vengono citati nella letteratura hanno rilevato una relazione positiva, tra diversity e performance (Carter et al., 2003; Erhardt et al., 2003; Carson et al. 2004; Roberson e Park, 2007). Singh et al. (2001), dimostrando che i consigli in cui sono presenti componenti di genere femminile, sono associati a performance reddituali superiori. Francoeur et al. (2008), Minguez-Verà et al. (2010) e Darmadi (2011), mettono invece in luce l'esistenza di una relazione negativa tra numero di donne nei board e performance finanziarie.

---

<sup>15</sup> Schwizer et al. (2012) I vantaggi della board Diversity: un'analisi empirica sul mercato italiano

Adams R.B., Ferreira D. (2008), Trovano che la diversità, ha un impatto positivo sulle prestazioni nelle imprese, ma il vero rapporto tra diversità di genere e prestazioni, sembra essere molto complesso, si evidenziano, problemi di endogeneità, relativi alla composizione del board<sup>16</sup>. L'analisi della letteratura spinge fortemente a delle conclusioni:

- i risultati non sono univoci, non sappiamo ancora oggi se l'impatto della tanto discussa board diversity sulle performance sia positivo o negativo. È giusto fare alcune considerazioni quindi, bisogna capire:
  - a. a quale contesto ci stiamo riferendo;
  - b. a quale tipologie (settore, quotate o non ecc..) di aziende;
  - c. quale metro di misurazione stiamo usando e a quali performance ci stiamo riferendo.

Per indagare quindi, il fenomeno della reputazione, dobbiamo andare alla ricerca di uno strumento di misurazione: la reputazione non è un numero, non si può calcolare, è il frutto di percezioni, sensazioni e opinioni. L'obiettivo che questo lavoro si pone è proprio quello di riuscire a stabilire che connessione c'è tra un "*board misto*" e una buona reputazione, e se davvero la presenza di una certa eterogeneità nei consigli di amministrazione, può portare ad un grado di ammirazione più alta da parte degli stakeholder.

Gli studi presenti in letteratura come (Milgrom e Roberts, 1986 Shapiro 1982, Rogerson 1983), hanno dato un contributo su come le imprese costruiscano la loro reputazione, concependo la reputazione come l'insieme delle aspettative dei consumatori, in merito alla qualità dei servizi e dei prodotti offerti. Questo filone di ricerca però ha dei limiti in quanto non si tiene conto del fatto, che la reputazione, è un costrutto multiforme, non costruita solo sulla base della percezione del clienti, ma di tutti gli stakeholder. Recentemente, diversi studi hanno analizzato anche la funzione segnaletica del Consiglio di Amministrazione e i suoi effetti, sulla reputazione aziendale. Brammer et al. 2009, suggeriscono che vi è un'influenza positiva, tra la presenza di donne nei board e la reputazione, ma solo in quei settori dove le donne operano a diretto contatto con il cliente finale. Musteen et al. 2010, estendono i risultati anche ad altre caratteristiche del Consiglio di Amministrazione, quali, dimensioni, presenza di consiglieri indipendenti e la durata dei membri nel consiglio, sempre sulla reputazione. Delgado-Garcia et al. 2010, hanno studiato, l'effetto dei diversi assetti sulla reputazione, e facendo riferimento alla Teoria dell'agenzia, dimostrano come

---

<sup>16</sup> ADAMS R.B., FERREIRA D. (2008), "Women in the Boardroom and Their impact on Governance and Performance", Working Paper Series (7), CEI - Centre for Economic Institutions

le aziende, con assetti proprietari, caratterizzati da un'elevata concentrazione di azioni, nelle mani di un unico azionista, possano godere di una reputazione peggiore rispetto alle aziende con azionariato misto.

### **Sviluppi futuri del progetto di ricerca**

La misurazione della *Reputazione*, nel mondo della ricerca è un argomento molto dibattuto, i pareri sono divisi, tra quanti sostengono l'impossibilità di riuscire a trovare una forma di misurazione attendibile del suo valore, e quanti invece ne propongono la misurazione<sup>17</sup>.

Questo lavoro intende analizzare, se le banche percepiscono che la “*board diversity*” contribuisce a migliorare la Reputazione Aziendale. In particolare, gli obiettivi del progetto di ricerca sono rivolti a valutare i seguenti aspetti:

1. l'importanza che le banche assegnano al tema della board diversity nel momento in cui devono valutare le richieste di finanziamento da parte delle imprese;
2. quali aspetti della diversity le banche ritengono essere più importanti per migliorare i sistemi di Governance. Fra gli aspetti della diversity indagati rientrano: la distinzione tra amministratori familiari e non, il bilanciamento tra amministratori esecutivi e non, la gender diversity, le differenze culturali degli amministratori, le differenze nella nazionalità, la presenza di amministratori indipendenti nel board; l'analisi sarà estesa anche alla diversity del Collegio Sindacale.
3. capire quali sono gli elementi che le banche ritengono fondamentali, per valutare positivamente la Reputazione aziendale;
4. se ed in che misura, un board diversificato, contribuisce a migliorare la Reputazione aziendale.

Per quanto riguarda il metodo di ricerca l'analisi sarà sviluppata attraverso una survey, il campione di riferimento comprenderà solo le banche italiane quotate: eventualmente si potrà anche includere banche locali, in un secondo momento. Questo al fine di cogliere eventuali elementi di differenza relativamente all'oggetto di indagine, tra banche di grande e di piccola dimensione. Lo strumento di indagine sarà costituito da un questionario semi-strutturato, che sarà inviato ai responsabili dell'ufficio credito, oppure ai soggetti che negli istituti di credito si occupano di valutare il merito creditizio dei clienti. Prima di procedere all'invio del questionario si procederà ad un test pilota da effettuare con i responsabili dell'ufficio crediti

---

<sup>17</sup> Lamboglia R., D'Onza G.,(2013), Il reputational Risk management: un modello di analisi, pag. 14

di alcune banche. I risultati attesi si propongono di convergere nella direzione in cui: più un board è diversificato più il giudizio di reputazione aumenta nella direzione positiva.

### **Bibliografia**

- Adams R.B., Ferreira D. (2008), "Women in the Boardroom and Their impact on Governance and Performance".(Journal of Financial Economics 94)
- Adams R.B., Ferreira D.. (2007), A theory of friendly boards. Journal of Finance
- Barnett M., Jermier, J., Lafferty B., (2006), Corporate Reputation: The Definitional Landscape "tra il 1980 il 2003 la produzione di materiale scientifico relativo alla Corporate Reputation era di cinque volte superiore rispetto ai primi anni. Volume 9 pag 25-38.
- Barnett M., (2007), Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility, Academy of Management Review
- Berle A. & Means G. C.,(1932) The Modern Corporation and Private Property
- Bear S. et al., (2010), The Impact of Board Diversity and Gender Composition On Corporate Social Responsibility and Firm Reputation.
- Brammer S.J., Pavelin S., (2006), Corporate Reputation and Social performance: the importance of fit British Journal of Management
- Brammer S.J., Pavelin S., (2009), Corporate Reputation and Women on the Board, British Journal of Management.
- Bromley, D. (2000). Psychological aspects of corporate identity, image and reputation. Corporate Reputation Review.
- Carter et al., (2003), Corporate Governance, board diversity and firm value. The financial Review.
- Campbell K., & Mínguez-Vera A.(2008), Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. Journal of business Ethics.
- Corradini I. Nardelli E. (2015). La Reputazione Aziendale. Aspetti sociali di misurazione e di gestione, Franco Angeli.
- Cravens K., et al. (2003), The Reputation Index: Measuring and Managing Corporate Reputation. European Management Journal.
- Cuomo M.T. Metallo, Tortora D.(2014), Corporate Reputation Management: Analisi e modelli di misurazione pag 16
- Daily, C. M. and D. R. Dalton: (2003), Women in the Boardroom: A Business Imperative journal of Business Strategy.

- Davies G., Chun R and Rui Vinhas da Silva,(2001), The Personification Metaphor as a Measurement Approach for Corporate Reputation, Manchester Business School, UK Stuart Roper Manchester Metropolitan University, UK, Corporate Reputation Review Volume 4
- Demartini P. Graziani P., Monni S. (2016), Performance Sistemi di Controllo Made in Italy, Capitolo 2, a cura di (Demartini, Demofonte).
- Deephouse D.L. (2000), Media Reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*.
- Deephouse D.L., Carter S.M. (2000), An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of Management Studies*.
- Dowling G. (2006), How Good Corporate Reputations Create Corporate Value, *Corporate Reputation Review*.
- Fama E. F., Jensen C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*.
- Fombrun C.J. (1997) The Reputation Landscape, *Corporate Reputation Review, Reputation, Volume 1* p.4-15
- Fombrun, C. J.: (2006), Corporate Governance, *Corporate Reputation Review*.
- Fombrun, C. Shanley, M. (1990), What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy, *Academy of Management Journal*.
- Francescani A., Cossena C., (2013) Reputation System e Performance dei Professional Service Provider. Il caso Elance.
- Gary H. J., et al.,(2000), Reputation As Reservoir: The Value of Corporate Goodwill as a Buffer Against Loss in Times of Economic Crisis 2000, *Corporate Reputation Review*, pag 2
- Grahame D., (2006), Reputation risk: It is the board's ultimate responsibility, *Journal of Business Strategy*.
- Hillman, A. J., Dalziel, T., (2003), Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives, *Academy of Management Review*.
- Lange D., Peggy M.L., Dai Y. (2011) Organizational Reputation: A Review, *Journal of Management*, p.1
- Gabbioneta C.(2012), Reputazione aziendale e analisti finanziari, McGraw-Hill.
- Gary H. Jones et al. (2000) Reputation as Reservoir: The Value of Corporate Goodwill as a Buffer Against Loss in Times of Economic Crisis, pag 2

- Lamboglia R., D'Onza G., (2013), Il reputational Risk management: un modello di analisi, pag. 14
- Marshall A. (1923), *Industry and Trade*, MacMillian, London, P.82
- Mazzotta R. (2013), "Eterogeneità e indipendenza dei CdA delle società quotate italiane", in rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale.
- Mazzotta R. (2007), "La Corporate Governance e le performance aziendali. Un'analisi sulle società italiane quotate in borsa. Franco Angeli.
- Miller T, Triana M.C., (2009) Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship, *Journal of Management Studies*.
- Nardin G. Balboni B. (2007), La reputazione di credibilità dell'impresa. Un'analisi esplorativa nei servizi di ristorazione aziendale.
- Lange et al. (2011) Organizational Reputation: A Review, *Journal of Management* p.1
- Rose C. (2007), Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An international Review*.
- Rindova et al. (2005), Being good or Being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents and consequences of organizational reputation. *Academy of Management Journal*.
- Roberts P.W., Dowling G.R. (2002) Corporate Reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*.
- Schwizer. P. Soana M.G. Cucinelli D., (2012) "I vantaggi della board diversity: un'analisi empirica nel mercato italiano, *Rivista Bancaria*.
- Terjesen et al (2009) "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda.
- Walker K. (2010), A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory. *Corporate Reputation Review*



# THE M&A OPERATIONS AS SOURCE OF AGENCY PROBLEMS ON THE SHORT-TERM: THE RELEVANCE OF CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM

Alessandro Giosi<sup>1</sup>, Marco Caiffa<sup>2</sup>, Davide Schina<sup>3</sup>

## 1. Introduction

This paper investigates some interesting behavioural dynamics involving internal stakeholders of companies before, during or immediately after M&A operations. In particular, we consider the relationship between executives and shareholders considering the rent extraction view.

Companies are always aiming to develop their business by implementing a growth strategy at national and international levels. M&As contribute to this goal, by pursuing the company's value creation by enhancing its business, and by improving financial, productive and purely operational processes (Gleason et al., 2012).

Companies participating in these operations are systems composed of a multitude of individuals who hold various roles and interests. As a consequence, the conflict of interest between owners and managers arises.

According to Jensen and Meckling's (1976) studies, agents could incur in a conflict of interest with shareholders, reducing their return on investment, and obtaining private benefits.

Our research is structured in two steps. Firstly, using an Event Study, we determine the abnormal returns and the cumulative abnormal return (CARs) of M&A operations. Secondly, we run a multiple linear regression in which the abnormal returns represent the dependent variable while as independent variables we consider a series of indicators according to previous studies.

Our research question concerns the impact of the governance structure on abnormal returns computed before and after the M&A operations. Some financial performance indicators is used as control variable.

In the first section of this study a literature review is provided. In the second section we report the research question and research design. In the third section we explain the methods used. Findings and a discussion are

---

<sup>1</sup> Lumsa University of Rome.

<sup>2</sup> University of Rome "Tor Vergata".

<sup>3</sup> University of Rome "Tor Vergata".

provided in the fourth and fifth sections, finally in the last section we produce final remarks with suggestions for further research.

## **2. Literature Review**

Conflict of interest is a situation that can happen to anyone, especially considering that it can be financial and non-financial. An example is choosing between a career or the benefits of friendship, acquaintance and gratitude. Jensen and Meckling (1976) identified the phenomenon of Agency Theory, and the problems related to decision-making power, which have a strong effect today when carried out within the corporate governance relationships inside a company. The role of the Board of directors is important because it has the purpose of solving all the matches between shareholders' and stakeholders' interests, and producing a strategy that can satisfy all of them (Zattoni and Ravasi, 2006) while at same time extrapolating private benefits.

The majority of prior literature on relationships between corporate governance and firm value documents a positive association between stronger corporate governance and firm valuation (Bebchuk et al., 2009; Core et al., 2006; Cremers and Nair, 2005; Gompers et al., 2003; Yermack, 1996). Most of the previous works focus on a specific aspect of corporate governance such as Gompers et al. (2003) on takeover defences; Yermack (1996) on board size; Bhagat and Black (2002) on board composition; Bebchuk and Alma (2005) on management entrenchment; Cremers and Nair (2005) and Core et al. (1999) on executive compensation.

Ownership structure, Board of directors and performance-based compensation packages emerged as fundamental in M&A transactions, as underlined by the literature review carried out by Aktas et al. (2016).

Three aspects of ownership have been examined in the M&A context. First, some researches address the implications of ownership concentration for acquirer returns. In line with agency perspective, this stream suggests that ownership concentration relates to either value creation or limited value destruction. For example, Allen and Cebenoyan (1991) find that acquirer returns are positively associated with ownership concentration. Second, another research stream considers the implications of ownership heterogeneity for the acquirer's short- and long-term performance. Gaspar et al., (2005) find that acquiring firms with short-term institutional owners experience significantly worse abnormal returns around the merger announcement, as well as worse long-run performance. Third, research that investigated the implications of the target's ownership, suggests that acquirers experience more unfavourable abnormal returns when they acquire

public firms than private ones (Capron and Shen, 2007; Moeller et al., 2004). Recently, these issues have been discussed, in particular referring to emerging markets, such as China and India, and cross-border transactions (Bhaumik and Selarka, 2012; Du and Boateng, 2015; Habib and Liu, 2014).

Consistent with prior research (e.g., Desai et al., 2005; Hayward and Hambrick, 1997), we expect that boards with many independent directors will provide more objective oversight and better account for the interests of all shareholders. According to Faleye and Huson (2002), the presence of independent directors within the Board could decrease the threat of extrapolation of private benefits.

Independent directors can push for more quality accounting information resulting from accounting choices taken by executive directors.

Furthermore a greater use of incentive alignment mechanisms, such as managerial ownership and stock options, could minimize the agency problems. Therefore, the use of stock options in compensation packages should increase managerial exposure to the fluctuating fortunes of the acquiring firm's stock price, and may have a positive impact on acquisition returns (Wright et al., 2002a).

Stock options are considered as a method to mitigate the effects of aversion because the incentive plans based on performance are common tools that are used to address problems arising from the separation between ownership and control (Fama and Jensen, 1983; Zattoni and Minichilli, 2009). But the question of how a stock option plan could be instrumental in the alignment of interest has been under discussion (Catuogno et al., 2016; Zona, 2016). For the Italian context, Melis et al. (2012) find evidence that stock option design seems to be better explained by rent-extraction theory (see also Barontini and Bozzi, 2011) and, more recently, have remarked that the disclosure of directors' remuneration does not allow readers to obtain a comprehensive picture of that remuneration (Melis et al., 2015).

Moreover, if the CEO and the Chairman are the same person, this is going to configure the phenomenon of CEO duality. Jensen and Meckling (1976) consider the phenomenon of CEO duality as dangerously increasing the power of the CEO. As argued by Elsayed (2007), and remarked on by Krause et al. (2014), different theoretical arguments have been used either to support or challenge CEO duality. Drawing on agency theory, the opponents (e.g. Dayton, 1984; Levy, 1981) suggest that CEO duality diminishes the monitoring role of the board of directors over the executive manager, and this in turn may have a negative effect on corporate performance (Yang and Zhao, 2014). On the other hand, advocates of CEO duality (e.g. Davis et al., 1997; Donaldson and Davis, 1991) assert that corporate performance can be

enhanced, when the executive manager has the full authority over his corporation by serving also as the chairman, as less conflict is likely to happen.

Thus, the optimal combination of governance mechanisms is more likely to vary with firms as the related costs and benefits differ across firm characteristics (Ahmed and Duellman, 2007; Di Pietra et al., 2008), industries (Huse, 2005), and countries (Ahmed et al., 2006).

The Italian market is characterized by family firms and ownership concentration, and a small percentage by classic public companies. In the case of ownership concentration, the minority shareholders cannot decide the strategy or the objectives of the companies which participate. But, they can participate in some governance acts, such as the elections of some directors (André et al., 2014). Even if the presence of block holders can reduce agency conflict between shareholder and executive and enforce the monitoring mechanism, weak corporate governance can lead to another type of agency conflict, whereby ownership structures persist to facilitate the expropriation of small or minority shareholders by the majority (Villalonga and Amit, 2006; Young et al., 2008). This fact is emphasized in the M&A transaction that represents a result of a decision making process in which the minority is entirely excluded.

Following these considerations we consider the CAR around the completed deal date, and then also *post* acquisition, as a source of market inefficiency due to poor information which can generate an incentive to extrapolate private benefits, depending on the structure of governance and ownership. Then, we are able to test our first hypothesis:

*H1: Assuming market inefficiency, the governance can be structured with the aim of limiting the sources of agency problems which then limits the extrapolation of private benefit*

Another issue that deserves to be taken into account is Share Buy-Back operations. Studies have documented significant positive price reactions around the announcement also for longer time windows following the announcement. The predominant explanation in the literature for this positive price reaction is that managers use Share Buy-Back as a signalling tool to convey information about firms' future prospects and/or undervaluation (Ikenberry et al., 1995; Stephens and Weisbach, 1998; Vermaelen, 1984). Another explanation in the literature is that buybacks reduce agency costs associated with firms' excess free cash flow (Grullon and Michaely, 2004; Nohel and Tarhan, 1998). More recently, Chanine et al.

(2012) have demonstrated that corporate governance affects the ability of a stock repurchase to alleviate agency cost related to free cash flow and the credibility of the undervaluation signal sent by the announcement of Share Buy-Back programmes.

There are many reasons to repurchase own shares (Dittmar, 2000): a relevant motivation is to reduce the amount of free cash flow available for the management. If we assume this factor, we can indicate the Share Buy-Back as an instrument to reduce potential conflicts of interest, and at the same time it can maximize the shareholders' welfare. But at the same time, the Share Buy-Back can have a further effect on shareholder wealth, in particular it could reduce dividend distribution. Another reason to enact a Share Buy-Back operation is to ensure the execution of the Stock Option Plan (Kahle, 2002). The literature also emphasizes the repurchase of shares as a mechanism to increase the directors' benefits (Balasingham et al., 2008; Bhattacharya and Jacobsen, 2016). In fact, assuming the Signalling Theory, the directors enact a Share Buy-Back operation in order to guarantee their stock option plan. In this regard, stock options increase the number of incremental dilutive shares in the denominator of earnings per share (EPS) and hence dilute the EPS. Hence, stock repurchases can be used as a tool to offset the inflated denominator of EPS, and to undo the EPS dilution due to stock options (Lee and Alam, 2004), as well as acting on share price. Corporate governance may act as a control mechanism of EPS management. In fact, Farrell et al. (2013) demonstrate that more independent boards, CEO non-duality and CEO share ownership, restrain managers from using share repurchase as a mechanism to manage EPS.

As argued by Balachandran et al. (2008), Share Buy-Back announcements, in conjunction with upward earnings management in the pre-buyback announcement year, might be used by managers in an effort to increase share price and maximize option payoffs. If this operation is done during an M&A, in our opinion, the effects on price can be highly multiplicative.

As we notice from the literature review, there are many studies that focus their objectives on conflicts of interest, and almost all of them analyse the link between the company and the Board of directors, but the researches do not suggest a connection between M&A transactions, corporate governance mechanism and Share Buy-Back operations.

In the light of these consideration directors can promote Share Buy-Back in order to enhance the option payoff. Then, we test the second hypothesis:

*H2: The market inefficiency can incentivise directors to enact Share Buy-Back operations with the aim to extrapolate benefits at the completion of M&A operations.*

### **3. Data and method**

Following Chatterjee et al. (2001), Dehning et al. (2004), Koh et al. (2007) and Ben-Amar and André (2006) we apply an Event Study.

The terms of our estimations of Event Studies are the following:

- Estimation Window: (-240; -20);
- Event Window: (-15; +15);
- Event Date: M&As' Completion.

According to previous researches, we have defined these periods to compute CAR (for a recognition of the methods under M&A transactions, see Krishnakumar and Sethi, 2012). The market indicator chosen to complete the analysis is the FTSE MIB. Data on stock price and the other financial indicators are collected using Datastream Database.

The second step of our model is the regression analysis, with a dependent variable, the CAR, of the first part. As independent variables, we have used a series of indicators which clear the position of the company in terms of conflicts of interest and financial performances.

We consider the CAR as an indicator of the information gap between the company and the market. For that reason we have chosen the Event Study to determine the gap: if we define as an event any news about company, we observe the impact on stock price, which responds to the information (Ciciretti, 2009).

The variables chosen represent, according to the literature, the main key variables in terms of conflicts of interest, M&A's financial performance and Share Buy-Back performance.

$$CAR_{it} = \beta RAGZ_t + \beta CDUAL_t + \beta AMMIND_t + \beta SOD_t + \beta LEV_t + \beta DY_t + \beta EPS_t + \beta ROA_t + \beta AZPROPY_t + \beta DEALTASS_t + \varepsilon$$

Variable description are showed in Table 1 (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>).

### **4. Sample composition**

The sample used for the analysis is composed by 309 completed M&A transactions that occurred in the period from January 2000 to July 2015. The data inherent to M&A and Share Buy-Back transactions came from Zephyr database. The financial data have been collected from the Datastream dataset

and integrated with financial statements downloaded from companies' official websites. The data on ownership and stock option have been collected by the Italian Stock Exchange official website and, where missing, integrated with information available from the companies' official websites.

To refine our sample we consider:

1. Deal Value greater of equal to one million of euro;
2. If Bidder company is listed on the Italian market;
3. Only Industrial companies, excluding Financial companies;
4. Only if the operation was complete;
5. Italian acquiror;
6. Listed Acquirors.

Table 2 (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>) .

In our sample the highest percentage of operations is Cross-Border, because generally the bidder are more interested to acquire companies from foreign markets. In the same sample we have noticed a great number of buyback operations as shown in Table 3 (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>).

## 5. Findings

Regression analysis shows that the variable  $RAGZ_t$  is significant throughout the period and the values of the coefficients are always positive, but with an increasing trend from the fifth time window. It can be assumed that this variable supports the CARs. These results confirm that concentrated equity (which is the most present in Italy) allows an internal decision-making process to be faster, but potentially more risky regarding conflicts of interest. This means that in a type two agency relationship, the potential agents are larger than those of type one. In this case the majority shareholder is considered to be an agent, with the strongest power among them (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>).

Even the  $CDUAL_t$  has a strong significance in these linear regressions. It is characterized by a negative coefficient. The results do not agree with our expectations, so we can assume that the market capitalizes on the transaction before the completion date and abnormal returns tend to reduce. Probably a unified centre of interest reduces the conflict and the potential source of misaligned information.

The last variable that appears to be significant in the first section is  $DY_t$ . This variable had been inserted with the aim of giving an external point of view of dividend policy. At first glance, the negative value would seem to show that the policies implemented by the companies do not meet the market expectation, causing a reduction in yield of the operation of M&A, and a

consequent reduction of returns. So, high dividend policy led to the market anticipating the value of the M&A and this is coherent with Free Cash Flow theory and the consequent reducing power of management. The variable remain relevant for the first ten event windows, in line with its scope to control and diffuse information short term oriented.

The dividend policy do not seems affect the CAR contemporary to stock option and share buyback transaction (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>).

In Table 5 (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>) are shown the results from the second class of linear regressions, the variables which have a statistical significance are almost the same as the Table 4 (<http://www.sidrea.it/ma-operations-agency-problems/>).

A new variable that emerges in these Windows is  $AZPROPY_t$ . The independent variable considered is going to have a negative impact on the level of the CAR. Our results provide evidence that the Share Buy-Back operation made in the same year as the conclusion of the transaction led to the market stabilizing its trend and correctly anticipating the value of the M&A. That means that the Share Buy-Back operation trend does not produce a source of agency problem and opportunistic behaviour, as we expected. This conclusion is reinforced by the fact that stock options held by executives and managers do not seem significant in our model and, therefore, do not produce a source of market misevaluation. So, we are confirming Signalling Theory and Free Cash Flow Theory. Moreover, we would suggest that the effect produced by  $AZPROPY_t$  could be due to the fact that often own shares are used as a tool to insert the new shareholders into the acquiring company. To this end, the Share Buy-Back operation acts as a counterbalance to the ownership concentration by driving good information to the market.

The last variable with a statistical significance is  $DEALTASS_t$ , with a positive regression coefficient in the 11<sup>th</sup> window. The effects show a positive market reaction to the deal value of M&As. This can mean that the largest deal can involve the highest economic interest and the incentive to manipulate the information can increase. The market in fact does not seem able to incorporate the value of the deal before the concluding date.

The last evidence that we would underline is related the stock option that does not produce incentives for opportunistic behavior and, therefore, is not a source of market misevaluation. But, on the other hand, due to statistical insignificance, the analysis shows that stock options do not seem to be tools used to counterbalance the abnormal returns where these occur.

## 6. Discussion

In this paper we have assumed the CAR around the deal complete date as a measure of market inefficiency in the light also of the target prediction model's inability to optimally time-impepe takeovers (Danbolt et al., 2016). First of all we tested if corporate governance tools led to alleviating the inefficiency and, as a consequence, limited the opportunistic behaviour finalized to extrapolate private benefits due to different interests that the subjects involved can pursue. Conflict of interest seems to be emphasized in the M&A transactions due to the complexity of the operation, the financial aspects involved and the timing required to complete. If agency costs, referring to decision making processes, are due to information asymmetries, the M&A operation seems to be a good case study of the "decision". We do not concentrate our attention on the CAR around the announcement of decision, as most of the literature has already done that, but on the final effect of the process through which we test the effectiveness of governance mechanisms and try to support a specific position on the question by debating the literature, such as the relevance of independent directors, CEO duality, and stock option. We expect that good corporate governance helps the market to absorb the value during the time spent on the transaction and to control the interrelation between the decisions on transactions already taken, and other decisions taking during the finalizing date, such as stock options assigned and share buyback transactions.

Even if agency theory calls for enforcing the director's independence (Fama and Jensen, 1983; Paul, 2007), the question of the effectiveness of that independence has been discussed and recently criticized (Mallin et al., 2015; Persons, 2012; Pott et al., 2014; Ye, 2014). Our results provide evidence that the variable is significant just in the very short term but, in the same time, the coefficient is always positive. That means that the presence of independent directors does not help the market to discount the effect of the decision before the completion date. Two reasons for this can be addressed: the monitoring action of independent directors is not effective or the independence is compromised. These conclusions seem to be validated by recent research on social ties (Schmidt, 2015) and formal independence (Mallin et al., 2015).

Regarding ownership concentration, even though the M&A literature emphasizes the role of ownership concentration that reinforces the monitoring of decision making process (André et al., 2014), our results are consistent with governance literature (Villalonga and Amit, 2006; Young et al., 2008) and we have emphasized the risk that minority wealth can be extracted from the majority. This can be derived from the fact that the

minority does not have a tool aimed at influencing the decision making process and, moreover, from the fact that the information about the deal does not meet the market needs. This calls for a more supervisory activity and regulation from a security agency.

Referring to CEO duality, as we have seen from the literature review, the effect of duality has been widely discussed. At this stage of our research we are not able to assert if there is an interrelationship between duality and ownership concentration, as stated in the literature which asserts that the duality effect often has to be linked to other corporate governance mechanisms (Duru et al., 2016; Elsayed, 2011). Our results suggest that this duality could be interpreted in the sense of stewardship theory, instead of agency theory. From our results, managerial power has led a more effective decision making process and, moreover, acts as a counterbalance to ownership concentration. High managerial power seems to ensure a correct market functioning, even if, from our perspective, another risk of private benefit extrapolation could arise due to the presence of stock options. This is the reason why we also test the influence of the percentage of stock options held by executives and managers. Following agency theory, the stock option emerges as a tool to aligned interest (Zattoni and Minichilli, 2009), even if we expect some conflicts of interest, especially in the case of managerial power. Our results provide evidence that stock options do not explain the market misvaluation of the M&A transactions. We are not able to adhere to optimal contracting theory or rent extraction view. We can assert that stock options do not seem to be the source of opportunistic behaviour in the context of M&A operations and do not explain the market inefficiency. We could strongly adhere to agency theory if SOD had shown a statistical relevance with a predominantly negative sign. So, our results match the misaligned results of the previous research shown in the literature review. But we are able to underline that the market does not use the SOD information to anticipate the value of the M&A. This seems to confirm the information needed about stock option plan disclosure as underlined by Melis et al. (2015).

Following the above discussion, trying to answer the first hypothesis is not easy. Corporate governance, read in the light of agency theory, does not lead to limiting market inefficiency and, as a consequence, the risk aimed at extrapolating private benefits remains. Necessarily, we need to call on other theories, such as stewardship theories, behavioural theories, decision making process analysis and contingency, as underlined by Huse (2005) and to this we add regulation studies.

To enforce the analysis of the conflict of interest and the relative agency

cost that contributes to the market inefficiency, we test the incidence of Share Buy-Back operations. As we noted, the predominant theories involved are Signalling Theory and Free Cash Flow Theory. The latter asserts a reduction of agency cost related to firms' excess free cash flow. More recently Chanine et al. (2012) and Farrell et al. (2013) have underlined the importance of a corporate governance structure to reach these targets. Moreover, Signalling Theory is open to a source of conflicts of interest if the operation is due, with the scope to sustain the value of stock options (Balasingham et al. 2008; Bhattacharya and Jacobsen, 2016), also by managing the EPS, to which we add the ROA components. The results from our research seem to be quite interesting. First of all, we found evidence that the market stabilizes its trend and correctly anticipates the value of the M&A. That means that the Share Buy-Back operation tends not to produce a source of agency problem and opportunistic behaviour as we expected, but Share Buy-Back acts in the sense of reducing the inefficiency. This supports the findings of Signalling Theory and Free Cash Flow Theory, even if we did not control for the excess free cash flow. In essence it would be operations carried out against the conflict. From the perspective of M&A operations, own shares may be used as a means of settlement of the transaction, acting as a counterbalance to ownership concentration and reducing the randomness of the abnormal performance of the operation. Corporate governance does not seem relevant; moreover, the Share Buy-Back transaction does not appear linked to the stock option plans that, as we notice, are not statistically relevant, even if the relative sign is prevalently positive and, then, the potential risk exists. The relevance of the Signalling Theory is confirmed by the fact that EPS acts in the same sense and in the same timing windows as Share Buy-Back. But, again, does not seem related to the stock option plan assigned, so we exclude an EPS dilution effect managed by directors' own interests, confirming the prediction of agency theory (Balachandran et al., 2008).

As a consequence of the above discussion, the second hypothesis can be rejected.

## **7. Conclusions**

This paper had the purpose of shedding some light on the M&As transactions and how they are influenced by governance issues. The originality of our work lies in the fact that it represents a first attempt to link three different streams of research with regard to M&A transactions, corporate governance and Share Buy-Back operations. Moreover, in our paper we offer a measure of the market inefficiency consisting of the CAR generated around the completion date through which we regress the impact

of corporate governance tools and other sources of conflict of interest, such as stock option plans held and Share Buy-Back decisions. In contrast, the M&A literature focused its efforts on the announcement date with the aim of evaluating how the market discounted the value and the process that conduct to the decision. We considered the decision as already taken and paid attention to the final effect and the interrelationship with other decisions, such as Share Buy-Back. Even if the agency theory remained helpful in explaining some variables, such as ownership concentration and Share Buy-Back transaction, some tools needed to be enforced, such as the use of stock options and independent administrators. In other cases, the agency theory needed to be integrated with other theories that are concerned with the behavioral sciences and stewardship theory. Moreover, we would underline that the most relevant literature related to Share Buy-Back concerned the Australian market, where the regulation of own shares is really strong, with daily information being available on them. In contrast, Italian law requires information to be available only at the announcement date of the operation, but no more. In particular, we missed information about the completeness of the operation, sometimes the stake and the premium price as well (in many cases Zephyr does not record this information), the scope of the share buy-back operation (if related to stock options, to assign shares to owners, and so on) that is not available, and the related directors' bonuses. This aspect, together with the problem of the "formal" independence of the administrator and the need for standardized information about the stock option plans, in particular referring to the timing and exercising condition, call for regulation needs and better information to be ruled and recognized as such by policy makers. In fact, independence and stock options seem not to exploit their benefits in the light of agency theory, so they need to be enforced through better information.

Further research can be done to take our paper forward. First of all, we would refine the statistical model with other control variables, such as sales, free cash flow and R&D expenses to control for growth, excess cash flow and innovative effort, and dummy variables to control for the scope of the M&A distinguishing transactions inside consolidated companies and outside the group, other than inserting the industry and year effect. In terms of corporate governance, we think it would be useful to introduce a variable that measures the presence of institutional investors in the ownership and payment method for the M&A with the aim of analyzing the enlargement of the ownership coming from the transaction. Regarding the share buyback operation, some other information can be derived from comparing its announcement date with that of the M&A, other than introducing some

quantitative variables such as the stake. Finally, referring to directors' remuneration, it could be interesting to introduce a variable that aims to measure the vested options and introduce in a separate way the direct bonuses related to M&A. But to this end, again, we need to standardize the information.

## References

- Ahmed, A. & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43: 411-437;
- Ahmed, K., Hossain, M. & Adams, M. (2006). The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 14: 418-431;
- Akhigbe, A. & Whyte, A-M. (2012). Does the use of stock incentives influence the payout policy of financial institutions, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 52: 63-71;
- Aktas, N., Croci, E. & Simir S.A. (2016). Corporate Governance and Takeover Outcomes, *Corporate Governance: an International Review*, 24(3): 242-252;
- Alexandridis, G., Fuller, K.P., Terhaar, L. & Travlos, N.G. (2013). Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gain, *Journal of Corporate Finance*, 20: 1-13;
- Allen, L. & Cebenoyan, A.S. (1991). Bank acquisitions and ownership structure: theory and evidence. *Journal of Banking and Finance*, 15: (April): 425-448;
- Andrade, G., Mitchell. M. & Stafford. E. (2001). New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 103-120;
- André P., Walid, B.A. & Samir, S. (2014). Family firms and high technology M&A, *Journal of Management and Governance*, 18: 129-158;
- [André P., Kooli, M. & L'Her, J-F. \(2004\). \*The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market\*, \*Financial Management\* 33\(4\);](#)
- Balachandran, B., Chalmers, K. & Haman, J. (2008). On-market share buybacks, exercisable share options and earnings management, *Accounting and Finance*, 48: 25-49;
- Barontini, R. & Bozzi, S. (2011). Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies, *Journal of Management and Governance*, 15: 59-89;
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate

- governance? *Review of Financial Studies*, 22(2): 783-827;
- Bebchuk, L.A., Cremers, M.K. & Peyer, U.C. (2011). The CEO pay slice, *Journal of Finance Economics*, 102(1): 199-221;
- Bebchuk, L. & Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards, *Journal of Finance Economics*, 78(2): 409-433;
- Ben-Amar, W. & André, P. (2006). Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(3-4): 517-543;
- Bhagat, S. & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law* 27(2): 231-272;
- Bhattacharya, U. & Jacobsen S.E. (2016). The Share Repurchase Announcement Puzzle: Theory and Evidence, *Review of Finance*, 725-758;
- Bhaumik, S.K. & Selarka, E. (2012). Does Ownership Concentration improve M&A Outcomes in Emerging Markets? Evidence from India, *Journal of Corporate Finance*, 18: 717-726;
- Boumosleh, A. & Cline, B. (2013). Outside Director Stock Options and Dividend Policy, *Journal of Financial Services Research*, 47(3): 381-410;
- Brickley, J., Coles, J. & Jarrell, G. (1997). Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, *Journal of Corporate Finance*, 3: 189-220;
- Bugeja, M., Da Silva Rosa, R., Duong, L. & Izan, H.Y. (2012). CEO Compensation from M&As in Australia, *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9) & (10): 1298-139;
- Chanine, S., Zeidan, M.J. & Dairy, H. (2012). Corporate Governance and the Market Reaction to Stock Repurchase Announcement, *Journal of Management and Governance*, 16: 707-726;
- Capron, L. & Shen, J-C. (2007). Acquisitions of private vs. public firms: private information, target selection, and acquirer returns. *Strategic Management Journal*, 28(9): 891-911;
- Catuogno, S., Saggese, S. & Sarto, F. (2016). Alignment vs Rent-Extraction Effects of Stock Option. A conceptual model, *Corporate Governance*, 16(4): 693-708;
- Chatterjee, D., Richardson, V.J. & Zmud, R.W. (2001). Examining the shareholder wealth effects of announcements of newly created CIO positions, *MIS Quarterly*, 25(1): 43-70;
- Ciciretti, R. (2009). *Eventi e news nei mercati finanziari*, Giappichelli editore;
- Coakley, J. & Iliopoulou, S. (2006). Bidder CEO and Other Executive

- Compensation in UK M&As, *European Financial Management*, 12(4): 609-631;
- Core, J., Guay, W.R. & Rusticus, T.O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, 61(2): 655-687;
- Cremers, M. & Nair, V. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance*, 60(6): 2859-2894;
- Danbolt, J., Siganos, A. & Tunyi, A. (2016). Abnormal Returns from Takeover Prediction Modelling: Challenges and Suggested Investment Strategies, *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(1) & (2): 66-97;
- Davis, J., Schoorman, D. & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management, *Academy of Management Review*, 22: 20-47;
- Dayton, N. (1984). Corporate Governance: The Other Side of the Coin, *Harvard Business Review*, 62, 34-37;
- Dehning, B., Richardson, V.J., Urbaczewski, A. & Wells, J.D. (2004). Reexamining the value relevance of ecommerce initiatives, *Journal of Management Information System*, 2(1): 55-82;
- Di Pietra, R., Grambovas, C., Raonic, V. & Riccaboni, A. (2008). The effects of board size and 'busy' directors on the market value of Italian companies. *Journal of Management and Governance*, 12: 73-91;
- Dittmar, A.K. (2000). Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, 73: 331-335,
- Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, *Australian Journal of Management*, 16: 49-65.
- Donnelly, R. & Kelly, P. (2005). Ownership and board structures in Irish PLCs. *European Management Journal*, 23: 730-740.
- Du, M. & Boateng, A. (2015). State Ownership. Institutional Effect and Value Creation in Cross-border Merger and Acquisitions by Chinese Firms, *International Business Review*, 24: 430-442;
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. & Zarowin, P. (2003). Does greater Firm – Specific return variation mean more or less informed stock pricing?, *Journal of Accounting Research*, 41(5): 797-836;
- Duru, A., Iyengar, R.J. & Zampelli E.M. (2016). The Dynamic Relationship between CEO Duality and firm performance: The Moderating Role of Board Independence, *Journal of Business Research*, 69(10): 4269-4277;
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance?, *Corporate Governance*, 15(6): 1203-1212;
- Elsayed, K. (2011). Board Size and Corporate Performance: the missing

- Role of Board Leadership Structure, *Journal of Management and Governance*, 15: 415-446;
- Faleye, O. & Huson, M. (2002). Understanding acquisition returns: The role of corporate governance, *Financial Management Association Annual Meeting*, San Antonio Texas, pp. 17-19;
- Farrell, K.A., Yu, J. & Zhang, Y. (2013). What are the Characteristics of Firms that Engage in Earnings per Share Management Through Share Repurchases?, *Corporate Governance: an International Review*, 21(4): 334-350;
- Feltham, G.A. & Ohlson, J.A. (1995). "Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement", *Journal of Accounting Research*, 34: 209-234;
- Fenn, G.W. & Liang, N. (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives, *Journal of Financial Economics*, 60: 45-72;
- Gaspar, J.M., Massa, M. & Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 76: 135-165;
- Gleason, K.C., Kim, I., Kim, Y.H. & Kim Y.S (2012). Corporate Governance and Diversification, *Asian-Pacific Journal of Financial Studies*, 41: 1-31;
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107-155;
- Grinstein, Y. & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A Bonuses, *Journal of Financial Economics*, 73: 119-143;
- Habib, M. & Liu, R. (2014). The Impact of Ownership Structure and the Management Reward on Firm Performance and M&A in China, *Journal of Business and Behavioral Sciences*, 26(1): 33-42;
- Hayward, M.L.A. & Hambrick, D.C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly* 42(1): 103-127;
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16, S65-S79;
- Jiang, Z., Kim, K., Lie, E. & Yang, S. (2013). Share Repurchase, Catering and Dividend Substitution, *Journal of Corporate Finance*, 21: 36-90;
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360;
- Kanagaretnam, K., Lobo, G.J. & Mohammad E. (2009). Are stock Options

- Grants to CEOs of Stagnant Firms Fair and Justified?, 90: 137-155;
- Koh, C., Ang, S. & Yeo, G. (2007). Does IT outsourcing create value?, SIGMIS-CPR-07; pp. 87-91;
- Krause, R., Semadeni, M. & Cannella, A.A. (2014). CEO Duality: a Review and Research Agenda, *Journal of Management*, 40(1): 256-286;
- Krishnakumar, D. & Sethi, M. (2012). Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 16(3): 75-91;
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, 54(2), April: 471-517;
- Lamba, A. & Miranda, V. (2010). The role of executive stock options in on-market share buybacks, *International Review of Finance*, 10(3): 339-363;
- Lee, C.H. & Alam, P. (2004). Stock Option Measures and the Stock Repurchase Decision, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23: 329-352;
- Levy, L. (1981). Reforming Board Reform, *Harvard Business Review*, 59: 166-172;
- Melicher, R.W. & Rush, D.F. (1974). Evidence on the acquisition-related performance of conglomerate firms, *The Journal of Finance*, 29: 141-149;
- Melis, A., Carta, S. & Gaia, S. (2012). Executive Remuneration in blockholder-dominated firms. How do Italian Firms Use Stock Options?, *Journal of Management and Governance*, 16: 511-541;
- Melis, A., Gaia, S. & Carta, S. (2015). Directors' Remuneration: a Comparison of Italian and UK non-financial Listed Firms' Disclosure, 47: 66-84;
- Miles, D. & Timmermann, A. (1995). Variation in expected stock return, *University of California San Diego, Economica*, 63: 370-392;
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. & Stulz, R.M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2): 201-228;
- Morse, A., Nanda, V. & Seru, A. (2011). Are incentive contracts rigged by powerful CEOs? *Journal of Finance*, 66(5):1779-1821;
- Schmidt, B. (2015). Costs and Benefits of 'Friendly' Boards During Merger and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 117: 424-447;
- Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417;
- Yang, T. & Zhao, S. (2014). CEO Duality and Firm Performance: Evidence from an Exogenous Shock to the Competitive Environment, *Journal of Banking and Finance*, 49: 534-552;

- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with small board of directors. *Journal of Finance and Economics*, 40(2): 185-211;
- Young, M., Peng, M.W., Ahlstrom D., Bruton, G.D. & Jiang Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective, *Journal of Management Studies*, 45(1);
- Zattoni, A. & Minichilli, A. (2009). The Diffusion of Equity Incentive Plans in Italian Listed Companies: What is the Trigger? [Corporate Governance: An International Review](#), 17(2): 224-237;
- Zattoni, A. & Ravasi, D. (2006). Exploring the political side of board involvement in strategy, *Journal of Management Studies*, 43(8): 1973-1704;
- Zona, F. (2016). Agency Models in Different Stages of CEO Tenure: the Effects of Shock Option and Board Independence on R&D Investments, *Research Policy*, 45: 560-575.