

# Le cause della rotazione degli amministratori: una verifica empirica sulle imprese italiane quotate

**Ottorino Morresi\***

Università degli Studi di Macerata

*Il presente studio analizza il legame esistente tra la rotazione degli amministratori delegati (AD) e diverse variabili, potenzialmente esplicative dell'abbandono della carica di un AD. L'indagine si concentra sulle variabili di performance. Accanto ad esse vengono impiegate le seguenti determinanti: struttura proprietaria; caratteristiche personali dell'AD e composizione del Consiglio di Amministrazione (CdA); tipo d'impresa. Il campione, costituito da un massimo di 218 società italiane e da un minimo di 134, è analizzato dal 1996 al 2002. Il turnover è: 1) spiegato meglio dalla performance contabile che da quella di mercato; 2) superiore nelle imprese a proprietà pubblica che in quelle a proprietà privata; 3) influenzato positivamente dalla quota proprietaria degli azionisti di minoranza e 4) negativamente dalla presenza di patti di sindacato. [Codici JEL: G32; G34; J63; L14]*

## 1. - Premessa

Il processo di avvicendamento degli amministratori delegati costituisce, in alcuni casi, un fatto “naturale” del processo evolutivo della società, nel senso che avviene senza che alla base vi siano motivazioni direttamente collegate ai risultati dell'impresa. In

---

\* <ottomor@alice.it>. L'Autore desidera ringraziare Daniela Venanzi, relatore della tesi di laurea, per i proficui suggerimenti che hanno contribuito al miglioramento del saggio, Barbara Fianza per il supporto nella raccolta dati e i *referee* della *Rivista di Politica Economica* per le utili segnalazioni di approfondimenti ed estensioni allo studio. L'Autore rimane il solo responsabile di ogni eventuale errore o inesattezza.

altri casi, rappresenta la principale soluzione alle deludenti performance dell'impresa. I ricambi che appartengono a quest'ultima categoria sono definiti "disciplinari". Un CdA funziona in maniera efficiente nella misura in cui la sua attività di supervisione e monitoraggio dell'operato del *management* favorisce il manifestarsi di questo tipo di rotazioni. Negli ultimi anni, le rotazioni "disciplinari" hanno avuto un impatto mediatico non indifferente, a causa della notorietà delle imprese coinvolte (Enron, WorldCom, Xerox, Cirio, Parmalat, ecc.) e degli scandali finanziari che, spesso, hanno accompagnato l'avvicendamento.

Le regole di governo societario sono utili, da un lato, al fine di migliorare l'efficienza e l'efficacia del processo decisionale interno, garantendo snellezza, ma nel contempo equilibrio, alla distribuzione dei poteri gestionali, e dall'altro, al fine di migliorare l'attività di controllo effettuata sia da organi interni (principalmente, il CdA e il collegio sindacale) che esterni (le autorità di vigilanza e le società di revisione).

L'obiettivo generale del filone di studi e verifiche empiriche citato è quello di identificare e testare alcune variabili potenzialmente esplicative della rotazione degli AD. L'analisi di maggior rilievo consiste nel verificare se la decisione di un AD — massimo esponente del *management* — di abbandonare la carica possa considerarsi giustificata e spiegata dalle performance, contabili e di mercato, dell'impresa. L'obiettivo di fondo, dunque, è quello di accertare se il funzionamento del CdA si possa considerare ispirato a criteri di efficienza e di coerenza con gli obiettivi degli azionisti.

Il presente studio s'inquadra in questo filone e si giustifica per il contributo che apporta al dibattito sui seguenti punti:

a) adatta alla realtà italiana le principali variabili e ipotesi adottate dalla letteratura internazionale, fornendo anche un'interpretazione dei risultati ottenuti che sconta le caratteristiche peculiari delle imprese italiane e dei relativi mercati azionari, principalmente in termini di struttura proprietaria, *governance* ed efficienza. Va detto che la realtà italiana è poco indagata dagli studi di questo filone che hanno riguardato principalmente verifiche empiriche su imprese statunitensi;

b) si differenzia dagli studi italiani sul tema (Barontini, Caprio, 2002; Brunello *et al.*, 2003) perché estende l'arco temporale della verifica empirica ad anni più recenti; adotta variabili esplicative definite in maniera diversa; ottiene risultati e formula ipotesi parzialmente differenti.

Possiamo verificare se il *management* opera conformemente agli interessi degli azionisti esaminando se i *managers* incapaci, in seguito a performance di mercato delle azioni deludenti, rimangono al loro posto oppure, come ci si dovrebbe aspettare, vengono sostituiti con altri soggetti ritenuti più abili. L'azionista è interessato anche alla capacità dell'impresa di produrre utili, i quali, nella misura in cui si decide di distribuirli, costituiscono liquidità che spetta all'azionista. È dunque plausibile ritenere che i *managers* vengano valutati e giudicati in funzione, sia dei risultati contabili, che di quelli di mercato. Se gli assunti teorici trovano conferma empirica rileveremo una relazione negativa tra la frequenza di rotazione e la performance. Nel presente studio sono state impiegate tre misure di performance contabili: il ROE, il ROI e una variabile *dummy* che assume valore 1 se il risultato economico d'esercizio è negativo (altrimenti 0), e due misure di performance di mercato: i rendimenti azionari annuali "*market adjusted*" e il rapporto *market value to book value* dell'*equity* "*industry adjusted*".

Il tasso di rotazione degli AD può essere influenzato anche da altre variabili "accessorie", non legate alla performance, ma in grado, da un lato, di migliorare il potere esplicativo che ci si attende dalle variabili di performance, se usate con esse, e, dall'altro, di spiegare in maniera autonoma l'uscita di un AD. Le variabili "accessorie" possono essere distinte in tre categorie:

1) variabili di struttura proprietaria (cfr. punti 6, 7, 8, 9, paragrafo 5);

2) variabili espressive delle caratteristiche personali di un amministratore e della composizione del CdA (cfr. punti 10, 11, paragrafo 5);

3) variabili espressive del tipo di impresa (cfr. punto 12, paragrafo 5).

Si fornisce di seguito un breve commento delle ipotesi che so-

no alla base delle variabili "accessorie". Relativamente alla quota di capitale detenuta dal principale azionista, le ipotesi da testare sono essenzialmente due: da un lato, è possibile che la presenza di un forte azionista di riferimento renda più agevole la sostituzione di un AD incapace, in forza del potere di revoca di cui dispone l'assemblea, da esso dominata; dall'altro, in presenza di un azionista di controllo potrebbero sussistere dei legami — economici, familiari e fiduciari — con l'AD, che potrebbe coincidere con lo stesso azionista di controllo, che ostacolano il ricambio.

Con riferimento alla quota di capitale detenuta dagli azionisti rilevanti (escludendo il primo), si può ipotizzare che una significativa e attiva presenza di azionisti di minoranza, opportunamente coordinata, possa esercitare una qualche pressione nei confronti dei responsabili della gestione, favorendo il loro avvicendamento. Se così è, si dovrebbe riscontrare un legame positivo tra il tasso di *turnover* degli AD e l'entità della partecipazione detenuta dagli azionisti rilevanti.

In merito all'esistenza di patti di sindacato tra i principali azionisti, essendo il patto uno strumento finalizzato a stabilizzare la struttura proprietaria (sindacato di blocco) e/o ad assicurare unitarietà alle decisioni assembleari (sindacato di voto), è ipotizzabile che la presenza di tali accordi contribuisca a stabilizzare la gestione, riducendo il *turnover*.

Per quanto riguarda le imprese a proprietà pubblica, sebbene sia più difficile formulare ipotesi che possano giustificare un maggiore o minore tasso di rotazione, si potrebbe argomentare che queste imprese, non facendo capo ad alcun soggetto privato, abbiano una gestione affidata a persone che, in genere, non intrattengono particolari rapporti con l'azionista di riferimento, il che potrebbe rendere più semplice il processo di ricambio al vertice, specie in caso di mutamenti in capo al Governo e, quindi, nel Ministero dell'Economia, nonché in capo alle amministrazioni locali (comuni, regioni, ecc.).

Relativamente all'età dell'AD ci si aspetta un maggior tasso di *turnover* all'aumentare degli anni, sia a causa della crescita della probabilità di rotazione dovuta a morte e malattia, ma anche in seguito al raggiungimento dell'età pensionistica (64-65 anni). Que-

sta seconda spiegazione ha minor valore se l'AD coincide con l'azionista di controllo. In questo caso può non esistere un'età di pensionamento tipica, sia a causa del forte coinvolgimento economico dell'AD, sia perchè la sua presenza come azionista di controllo e AD può essere legata alla "storia" della società, costituendo un forte segnale di stabilità e immagine.

Come per la variabile espressiva della presenza di azionisti di minoranza, si può assumere che il "peso" degli amministratori indipendenti sia legato positivamente al tasso di rotazione degli AD: una nutrita presenza di amministratori indipendenti attivi nell'esprimere pareri, opinioni e valutazioni neutrali sulla gestione può costituire un fattore di disciplina per gli AD.

Nel paragrafo seguente vengono sintetizzate le funzioni e il ruolo del CdA e del *management*, nel paragrafo 3 si illustrano le cause e i rimedi al problema dei costi di agenzia, nel paragrafo 4 si espone l'evidenza empirica esaminata, nel paragrafo 5 si descrive il campione e le variabili impiegate, nel paragrafo 6 sono riportati i risultati ottenuti, nel paragrafo 7 sono esposte le conclusioni ed alcune delle ulteriori possibili indagini collegate alla presente.

## **2. - Ruolo e funzioni del consiglio di amministrazione e del *management***

Per *corporate governance* si intende il complesso di norme scritte, ma anche ricavate da comportamenti di *best practice* ritenuti corretti dal mercato e che dunque si ritiene opportuno seguire, principi e meccanismi che presiedono ad una gestione societaria orientata, prioritariamente, alla tutela degli interessi dei soci<sup>1</sup>. Il ruolo della *corporate governance* è dunque quello di assicurare un'ottimale distribuzione dei compiti, dei diritti e delle responsabilità tra i diversi organi societari interni (CdA, assemblee,

---

<sup>1</sup> Una sintetica ed efficace definizione di *corporate governance* è fornita da SHLEIFER A., VISHNY R. (1997): «la *corporate governance* affronta il modo in cui i fornitori di risorse finanziarie all'impresa si garantiscono un ritorno dal loro investimento».

collegio sindacale ecc.) ed esterni (CONSOB, società di revisione, società di gestione dei mercati regolamentati ecc.) con l'obiettivo di apportare dei benefici *in primis* agli azionisti, in termini di massimizzazione del valore di mercato dell'impresa, ma anche agli altri soggetti, portatori di interessi nei confronti dell'impresa, gli *stakeholders* (creditori, clienti, fornitori ecc.). Le imprese attente ai problemi di governo societario sono maggiormente oggetto, rispetto alle altre, delle valutazioni positive degli investitori, in particolare quelli istituzionali i quali, anche alla luce dei recenti scandali finanziari, fanno confluire con maggior facilità le risorse finanziarie raccolte verso di esse. Ciò si può rivelare un fattore di competitività nel momento in cui si dovesse rendere necessario accedere al mercato per raccogliere capitali, soprattutto in fasi congiunturali avverse. Tuttavia, è anche ipotizzabile che un eccesso di regole possa rendere troppo macchinosa, e quindi poco flessibile, la fase decisionale all'interno dell'impresa.

I sistemi di *governance* societari delle cosiddette "imprese manageriali" sono costituiti e caratterizzati da due entità fondamentali strettamente connesse in termini di ruoli, funzioni e competenze, ma sotto certi versi anche contrapposte: il CdA ed il *management*.

Il CdA è un organo collegiale al quale competono, per legge (art. 2380-*bis* del C.C.), tutti i poteri di gestione della società. Nella realtà operativa, di norma, solamente una parte degli amministratori sono coinvolti a pieno titolo nella gestione. Tali amministratori sono: *a*) quelli ai quali il CdA ha delegato poteri di gestione (con esclusione dei poteri soggetti a riserva di legge), denominati AD; *b*) quelli che ricoprono funzioni direttive nella società (direttore generale, direttore finanziario ecc.). Entrambe le tipologie di amministratori vengono definite genericamente amministratori esecutivi. Tali amministratori possono essere accostati agli *inside directors* delle imprese statunitensi. Va sottolineato che la figura dell'*inside director* americano ha una collocazione all'interno dell'impresa e un'emanazione piuttosto diversa rispetto all'amministratore esecutivo italiano. Il primo è tipicamente un esponente del *top management* societario, che ha passato gran parte della propria carriera nella stessa impresa come

*manager* professionista e che, una volta giunto al vertice della gerarchia manageriale, viene “chiamato” dal CEO (*chief executive officer*) a sedere nel CdA. Mace (1986) e Lorsch-MacIver (1989) ritengono che i *boards* delle imprese USA siano dominati dai CEOs che, personalmente, indicano i *managers* dell’impresa che andranno a sedere nel CdA. Una simile modalità di selezione fa sì che i CdA delle imprese statunitensi siano costituiti, nella maggior parte dei casi, in prevalenza da *insiders* e solo per una minoranza da *outside directors*<sup>2</sup>. Ciò spiegherebbe l’inefficienza dei *boards* USA evidenziata da una parte della letteratura sul tema. Negli anni più recenti questa caratteristica sembra essersi modificata: il peso degli *outsiders* è aumentato ma, a dispetto delle convinzioni passate, non vi sono evidenze chiare che ciò migliori la performance dell’impresa. Anzi, sono state rilevate evidenze contrarie (Bhagat, Black, 1999). Venendo agli AD italiani, pur appartenendo al *management*, non ne sono un’espressione, in quanto la loro candidatura è proposta dall’azionista di maggioranza. Essi, dunque, sono fortemente legati all’azionista di riferimento e ne rappresentano i suoi interessi nel CdA. A conferma di ciò, non è infrequente riscontrare la presenza di AD che non hanno mai ricoperto funzioni direttive nell’impresa o che hanno assunto la carica dopo pochi anni di appartenenza alla gerarchia dirigenziale. Nelle imprese statunitensi il verificarsi della predetta situazione è piuttosto remoto: 2,66% dei casi analizzati (Parrino, 1997).

Gli altri amministratori (non delegati e non dirigenti) sono definiti amministratori non esecutivi. Generalmente il loro numero è preponderante rispetto a quello degli esecutivi. Nel 2002, il numero medio di amministratori esecutivi e non esecutivi presenti nei CdA delle società quotate all’MTA è stato pari, rispettivamente, a 3,5 e 6,8 (Consob, 2002). Gli amministratori non esecutivi dovrebbero svolgere un ruolo di supervisione dell’operato degli esecutivi. L’efficace svolgimento di questa funzione presuppone che essi siano costantemente informati sull’attività degli esecuti-

---

<sup>2</sup> Amministratori non appartenenti al *management* e che, in passato, non hanno ricoperto incarichi direttivi nella società della quale sono amministratori.

vi. A tal fine, è importante che essi partecipino assiduamente alle riunioni consiliari, acquisendo tutte le informazioni che ritengono necessarie per la loro attività.

Quanto detto a livello teorico non trova sempre applicazione sul piano operativo: gli amministratori non esecutivi sono spesso legati all'azionista di controllo da rapporti di natura familiare, fiduciaria o economica<sup>3</sup>, il che inficia non poco il loro ruolo. Una soluzione al problema potrebbe essere quella di inserire nei CdA amministratori non esecutivi e "indipendenti" dall'azionista di controllo e dagli amministratori esecutivi e delegati. In Italia, paese caratterizzato da imprese con azionariato concentrato, tale soluzione risulta difficilmente percorribile essendo l'azionista di riferimento che formula le proposte di nomina. Va precisato che la candidatura ad amministratore proposta dall'azionista di controllo, di per sé, non incide sull'eventuale indipendenza dello stesso, la quale va valutata in funzione della rilevanza della relazione economica o familiare eventualmente esistente con l'azionista di riferimento, gli amministratori esecutivi, l'impresa e il gruppo. Un'ulteriore soluzione per assicurare un certa presenza di amministratori indipendenti nei CdA è costituita dal sistema del "voto di lista", largamente adottato negli statuti delle società municipalizzate e a controllo statale. Al dicembre 2002, le società quotate all'MTA, incluse nel campione analizzato, che prevedevano nei loro statuti il voto di lista erano 35 su 218<sup>4</sup>. Il voto di lista potrebbe comportare dei problemi in fase operativa laddove sia prevista una soglia minima di possesso azionario: in assenza di singoli azionisti di minoranza con quote rilevanti si rende necessario coordinare più azionisti in modo tale da raggiungere la quota di capitale stabilita. Una simile soluzione comporta dei costi per coloro che coordinano l'azione, a fronte di benefici per tutti gli azionisti (i problemi di *free riding* possono ostacolare l'intervento). Simili difficoltà, d'altronde, interessano tutti i diritti delle minoranze (Bianchi *et al.*, 2002).

---

<sup>3</sup> Gli amministratori legati all'impresa, all'azionista di controllo, alle imprese controllate o agli amministratori esecutivi da rapporti economici, diversi da quello di lavoro subordinato, sono definiti dalla letteratura internazionale *gray directors*.

<sup>4</sup> Dati rilevati dagli statuti sociali e dalle Relazioni sulla *corporate governance*.

La seconda entità fondamentale di un sistema di governo societario è il *management*. Il *management* è formato dal complesso delle cariche direttive presenti in una società. Ciascuna di esse dispone di una propria autonomia decisionale, rispetto alle operazioni gestionali di sua competenza, la cui ampiezza varia a seconda dei poteri di cui dispone. Al vertice del *management* non vi è l'intero CdA, bensì solamente gli AD. La gestione operativa, perciò, compete al *management* e non al CdA.

### 3. - I costi di agenzia: cause e strumenti per contenerne la rilevanza

La teoria dell'agenzia (Jensen, Meckling, 1976) analizza il rapporto tra azionista (*principal*) e *manager* (*agent*) ed i problemi che da tale rapporto possono emergere in presenza di una struttura proprietaria diffusa.

In una società ad azionariato diffuso si presenta la seguente situazione: i *managers* gestiscono la società possedendo una quota di capitale estremamente ridotta o nulla. Si crea, così, una separazione tra il controllo, in mano ai *managers*, e la proprietà, dispersa tra molti soggetti il cui principale potere consiste nell'esercizio del diritto di voto in assemblea. Sulla base di ciò, è possibile che gli obiettivi dei *managers* non siano in linea con quelli degli azionisti, i quali si troveranno ad affrontare delle situazioni d'inefficienza che generano costi di agenzia: 1) i *managers* sono indotti ad effettuare investimenti che non incrementano il valore di mercato dell'impresa; 2) gli azionisti, al fine di evitare che i *managers* assumano decisioni sub-ottimali, si trovano costretti a monitorarne l'operato, sopportandone i costi.

Un'ulteriore causa dei costi di agenzia (Jensen, 1986) è rappresentata dall'eccesso di FCF (*free cash flow*). I *managers* di imprese che hanno un elevato FCF, infatti, potrebbero essere indotti ad usare questa liquidità esuberante per effettuare investimenti che non rendono il costo del capitale.

Collegata all'eccesso di FCF vi è la scarsità di opportunità di

crescita. Le imprese caratterizzate da limitate opportunità di crescita sono esposte, maggiormente rispetto alle altre, al rischio che i *managers* impieghino i fondi a disposizione per effettuare investimenti non convenienti. D'altronde, se le opportunità di crescita sono limitate, è possibile che il FCF sia elevato: eccesso di FCF e scarse opportunità di crescita possono essere viste sia come cause autonome dei costi di agenzia, ma anche come variabili tra loro connesse dove una (le basse opportunità di crescita) può essere la causa dell'altra (l'elevato FCF).

Le possibili soluzioni ai costi di agenzia vanno ricercate principalmente: 1) negli incentivi manageriali, finalizzati a creare un legame tra la retribuzione dei *managers* e la performance di mercato dell'impresa; 2) nella *payout policy* e nella gestione del debito, come strumenti per distribuire liquidità, rispettivamente, agli azionisti e creditori, sottraendola ai *managers*<sup>5</sup> (Jensen, 1986; Berger *et al.*, 1997); 3) nel CdA, attraverso la sua attività di *monitoring* del *management*. Sul punto 1) l'evidenza è contrastante: Morck *et al.* (1988) argomentano che la proprietà manageriale costituisce un fattore che protegge il *manager* dal rischio di essere sostituito, essendo correlata ad alcune variabili espressive del potere del *top management* quali, in particolare, lo *status* di socio-fondatore, una significativa rappresentanza nel consiglio di *insiders*, il diritto di voto in assemblea; Mikkelsen, Partch (1989 e 1997); Shivdasani (1993); Cotter, Zenner (1994); Denis, Denis (1995); Denis *et al.* (1997) rilevano che nelle imprese in cui i *managers* detengono una significativa quota del capitale della società, la probabilità che dal *market for corporate control* provengano minacce di *takeover* è piuttosto ridotta.

Il problema dei costi di agenzia è presente anche in società, come quelle italiane, a proprietà concentrata, per effetto di due fattori: i benefici privati del controllo<sup>6</sup> (BPC) e la leva azionaria<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Per saperne di più sugli incentivi manageriali e sulla *payout policy* si veda: LAMBERT R.A. *et al.* (1989); MORCK R. *et al.* (1988); DENIS D.J. *et al.* (1997a); SMITH JR. C.W. - WATTS R.L. (1992); GAVER J.J. - GAVER K.M. (1993); BAGWELL L. - SHOVEN J. (1988); DITTMAR A.K. (2000); FENN G.W. - LIANG N. (2001); ROZEFF M.S. (1982).

I BPC penalizzano l'azionista di minoranza che, da un lato, non è in grado di trarre alcuna utilità dagli stessi e, dall'altro, vede realizzarsi un'appropriazione di valore da parte del soggetto controllante ai suoi danni. L'azionista di controllo, in qualità di gestore, può essere indotto ad agire penalizzando l'interesse degli altri azionisti (non di controllo). Gli strumenti di "leva" permettono di minimizzare la "quota di proprietà integrata"<sup>8</sup> (Brioschi *et al.*, 1990; Barca *et al.*, 1994). Il grado di separazione tra proprietà e controllo va misurato in termini di proprietà integrata e non di proprietà diretta o indiretta. Ad esempio, al dicembre 2003, la famiglia Pesenti controllava indirettamente (tramite Efi-parind BV e Italmobiliare spa) Italcementi spa con una quota di proprietà indiretta ed integrata pari, rispettivamente, al 26,81% e al 10,06%<sup>9</sup>.

In definitiva, nelle società ad azionariato concentrato la fonte dei costi di agenzia è la medesima delle società ad azionariato diffuso, cioè la dissociazione tra proprietà e controllo, realizzata, anziché attraverso la polverizzazione della proprietà, mediante gli strumenti di "leva". In questo caso il conflitto d'interessi coinvolge azionisti di maggioranza e di minoranza.

#### 4. - L'evidenza empirica internazionale

Rispetto alle misure di performance, tutti gli studi (Tav. 1) riscontrano, coerentemente all'ipotesi di efficienza del CdA, una relazione negativa e statisticamente significativa tra il *turnover* degli AD e la performance dell'impresa, sia contabile che di mer-

---

<sup>6</sup> Flussi finanziari o materiali prodotti dall'impresa che si manifestano direttamente in capo all'azionista di controllo o nell'ambito di società da esso controllate, non concorrendo, perciò, alla formazione dei risultati dell'impresa.

<sup>7</sup> Situazione che si viene a creare quando un soggetto è in grado di controllare un elevato ammontare di capitale votante, e quindi molte attività economiche, con un limitato esborso di mezzi finanziari. Tra i principali strumenti di "leva" troviamo: le azioni prive del diritto di voto; i gruppi piramidali; gli anelli partecipativi intergruppo; il modello societario dell'accomandita per azioni.

<sup>8</sup> Entità dei flussi di cassa effettivamente percepiti da un azionista esterno.

<sup>9</sup> Elaborazioni su dati tratti dai bilanci di esercizio delle società e dalle relazioni sulla gestione redatte dagli amministratori.

cato. Quando la performance viene rilevata oltre l'anno che precede quello della rotazione (BC, PA, KS, K) e nell'anno della rotazione (BC, PI, K) è stato riscontrato che i rendimenti più significativi sono quelli relativi all'anno che precede la rotazione. Tuttavia, lo studio di PI rileva che i rendimenti calcolati nell'anno stesso della rotazione hanno un potere esplicativo maggiore di quelli con *lag* di 1 anno. Al contrario, in BC: i rendimenti azionari rilevati nell'anno della rotazione non hanno alcun potere esplicativo; i rendimenti con *lag* di 1 anno sono significativi, ma risultano migliori quelli con *lag* temporale di 3 anni. BC giustificano il risultato affermando che i rendimenti azionari hanno carattere previsionale ed "anticipano" i risultati contabili. K rileva che entrambe le forme di rendimento sono delle buone variabili esplicative (K, tuttavia, analizza sia la rotazione che i rendimenti su un arco di tempo di due anni). Solo in MP il *turnover* non sembra essere legato negativamente e significativamente ai rendimenti. KS rilevano un legame negativo e significativo tra rendimenti e *turnover* solo per gli avvicendamenti non routinari<sup>10</sup>.

La relazione tra rotazione e performance contabile, in tutti gli studi, e indipendentemente dalla variabile utilizzata, è negativa e significativa. Solo in BC la variazione del fatturato non risulta avere alcun potere esplicativo. PA esamina anche la provenienza del nuovo AD rilevando che: la probabilità che sia nominato un *outsider* è maggiore quando la performance contabile dell'impresa è inferiore a quella di settore; la relazione negativa tra rotazione e performance si conferma anche quando ad essere nominato è un *insider*. Tuttavia, la dimensione del coefficiente di regressione è inferiore rispetto all'ipotesi di nomina di un *outsider* e, soprattutto, la sostituzione deve essere forzata. Nello studio di MP, che distinguono le osservazioni a seconda che facciano riferimento ad un periodo con *market for corporate control* "attivo" o "passivo", si evince che nel periodo "passivo" la sensibilità della rotazione rispetto alla performance (contabile e di mercato) è notevolmente inferiore, conformemente alle attese.

---

<sup>10</sup> Si hanno quando il presidente uscente non rimane nel CdA.

## STUDI EMPIRICI ESAMINATI

studi empirici (riferimento)	anno	campione, arco temporale, metodologia statistica
Barontini, Caprio (BC)	2002	Tutte le società quotate alla Borsa Valori di Milano, analizzate dal 1976 al 1996. Numero massimo: 244 (1992); numero minimo: 124 (1977). Metodo statistico: OLS e LOGIT.
Brunello <i>et al.</i> (BGP)	2003	60 imprese italiane quotate al Mercato Ufficiale di Borsa, selezionate escludendo da quelle quotate: banche, assicurazioni, holding finanziarie, imprese controllate dallo Stato e quelle quotate per una parte dell'arco temporale analizzato (1987 - 1997). Metodo statistico: PROBIT.
Denis <i>et al.</i> (DDS)	1997 <sup>b</sup>	1394 imprese USA incluse nella VLIS (Value Line Investment Survey) del 1984, analizzate dal 1985 al 1988. Metodo statistico: LOGIT.
Kang, Shivdasani (KS)	1995	270 imprese giapponesi non finanziarie rilevate nel Moody's International Report del 1984, analizzate dal 1985 al 1990. Metodo statistico: LOGIT.
Kaplan (K)	1994	1° campione: 119 imprese giapponesi industriali selezionate dalla lista Fortune 500 tra le maggiori imprese estere. 2° campione: 146 imprese USA industriali selezionate dalla lista Fortune 500, in ordine decrescente di fatturato. I campioni sono stati esaminati dal 1980 al 1988. Metodo statistico: OLS e LOGIT.
Mikkelson, Partch (MP)	1997	240 imprese industriali selezionate casualmente nel CRSP (Center for Research in Security Prices) alla fine del 1983 e del 1988. Il primo campione è stato analizzato dal 1984 al 1988, il secondo dal 1989 al 1993. Metodo statistico: LOGIT.
Parrino (PA)	1997	31 CEOs che ricoprono la carica dal 1969 al 1989, rilevati nella Forbes compensation survey del 1989. Metodo statistico: MULTINOMIAL LOGIT.
Pigé (PI)	1996	222 imprese francesi non finanziarie quotate alla Borsa di Parigi nel periodo 1985-1989, rilevate nell'universo delle società quotate nel 1971 e che nel 1990 erano ancora quotate. Metodo statistico: OLS e LOGITICO.

In BC emerge ulteriormente che: la sensibilità della rotazione alla performance contabile è superiore nelle imprese che operano nel settore finanziario; il *turnover* rilevato in queste imprese è superiore a quello rilevato nelle imprese non finanziarie.

Con riferimento alla stima della probabilità di rotazione, sebbene non sia semplice fare dei confronti a causa della diversità dei campioni e degli archi temporali analizzati che possono determinare statistiche descrittive tra loro anche molto diverse, si osserva che negli studi in cui la variazione della probabilità è stata stimata in corrispondenza di variazioni dei rendimenti azionari e/o contabili misurate con indicatori di posizione (distanza interquartile, differenza tra il 90° e il 10° percentile ecc.), si sono ottenuti cambiamenti della probabilità di *turnover* piuttosto ridotti: DDS hanno rilevato una riduzione della probabilità di *turnover* in corrispondenza di un aumento della performance dell'1,5% (usando i rendimenti azionari); KS del 3,9% (usando i rendimenti) e del 3% (usando il ROA); MP del 6% (usando il ROA), ma solo nel periodo "attivo", mentre nel periodo "passivo" la probabilità è addirittura aumentata del 3%, confermando il ruolo di disciplina svolto dal mercato per il controllo societario; BC dell'1,22% (usando il rendimento con *lag* di tre anni) e dell'1,74% (usando il ROE con *lag* pari a 0). Solo BGP rilevano una riduzione consistente della probabilità di rotazione, pari al 10,6%, a fronte di un incremento dei rendimenti azionari pari alla distanza interquartile. Questa percentuale sale al 22,2% se si assume che l'AD non sia l'azionista di controllo, e si azzeri nel caso opposto (AD = azionista di controllo).

K, che esamina la variazione della probabilità di rotazione usando come misura di dispersione la deviazione standard, ottiene risultati più netti: in corrispondenza di una riduzione dei rendimenti azionari pari a due deviazioni standard risulta un incremento della probabilità di rotazione pari al 17,4%. Ciò deriva dal fatto che la media e la deviazione standard sono influenzate dai valori estremi. Ne consegue che una simile variazione può essere, in assoluto, molto superiore a quella che si ottiene usando le misure di posizione. Anche BC usano la stessa tecnica di K ed ottengono variazioni della probabilità di *turnover* superiori: per il rendimento con

*lag* di 3 anni e per il ROE con *lag* pari a 0 rilevano una variazione della probabilità, rispettivamente, del 3,38% e del 4,07%.

Per le variabili di struttura proprietaria, i risultati ottenuti da DDS e MP (relazione negativa e significativa tra rotazione degli AD ed entità della proprietà manageriale) sembrano confermare le argomentazioni di Morck *et al.* (1988) sul fenomeno dell'*entrenchment* associato alla proprietà manageriale.

I risultati ottenuti da BC e PI (relazione positiva tra rotazione e quota di capitale detenuta dal principale azionista) sembrerebbero confermare la tesi che ritiene più facile la rimozione di un AD in presenza di un azionariato concentrato. BGP, al contrario, non trovano alcuna evidenza a sostegno delle ipotesi, né sul ruolo del principale azionista, né su quello degli azionisti di minoranza<sup>11</sup>. Anzi, la presenza di un importante secondo azionista contribuirebbe a ridurre il *turnover* degli AD. Il fenomeno è spiegato attraverso due argomentazioni: 1) essendo il campione formato da imprese italiane, in cui vi è una forte concentrazione dell'azionariato, il ruolo di *monitoring* che dovrebbe svolgere il secondo azionista assume un'importanza assai limitata; 2) è probabile che il secondo maggiore azionista sia legato formalmente, tramite patti di sindacato, ma anche informalmente, attraverso legami azionari intergruppo oppure legami familiari, all'azionista di maggioranza. DDS invece rilevano: che la presenza di *outside blockholders* aumenta il *turnover*, coerentemente alle ipotesi teoriche; che la presenza di investitori istituzionali non favorisce il ricambio degli AD incapaci.

In nessuno dei tre studi (DDS, MP, KS) che analizzano il peso degli amministratori indipendenti vi è un'evidenza empirica statisticamente significativa che supporta l'ipotesi teorica formulata nella premessa (cfr. paragrafo 1).

Con riferimento all'età degli AD i risultati degli studi presi in esame, tranne quello di BGP, sono univoci: coefficiente di regressione positivo e significativo. La mancata significatività statistica del legame tra rotazione ed età rilevata nello studio di BGP si potrebbe spiegare con le caratteristiche del campione costituito da

---

<sup>11</sup> BGP usano come *proxy* del peso degli azionisti di minoranza la quota di capitale detenuta dal secondo azionista.

imprese italiane di natura non finanziaria, dove il soggetto che gestisce la società spesso coincide con l'azionista di maggioranza: in tal caso può non esistere un'età di pensionamento tipica. Una parziale conferma a ciò viene dai risultati che BGP rilevano in relazione alla possibilità che l'AD coincida con l'azionista di controllo: BGP rilevano una probabilità nulla che l'AD possa abbandonare la carica, anche a fronte di risultati deludenti dell'impresa. Alcune peculiarità sono presenti in PA: il legame positivo tra tasso di rotazione ed età è forte solo nelle rotazioni in cui il nuovo AD è un *insider* e/o l'avvicendamento è definito volontario; il legame è debole nelle rotazioni in cui il successore proviene da un'altra impresa; il coefficiente di regressione cambia addirittura segno (da positivo a negativo) se le rotazioni sono classificate come forzate. Questi risultati si potrebbero spiegare da un lato, col fatto che le rotazioni in cui il successore è un *insider* sono dovute con più frequenza al normale processo di avvicendamento degli AD (rotazioni non "disciplinari"), e dall'altro, con il fatto che le rotazioni qualificate come forzate sono essenzialmente di tipo "disciplinare": l'AD in carica, non essendosi rivelato all'altezza, può abbandonare la carica anche in giovane età.

Relativamente al numero di anni nei quali l'AD ha ricoperto la carica i risultati non sono univoci: BC, DDS e KS ottengono coefficienti di regressione negativi (ma non significativi), coerenti con l'ipotesi che vede una riduzione del tasso di rotazione in corrispondenza di un allungamento della permanenza in carica, presumibilmente a causa dei legami fiduciari e di reputazione che si creano con i principali azionisti; BGP rilevano coefficienti di regressione positivi e sempre significativi<sup>12</sup>.

Relativamente allo *status* di socio-fondatore o membro della famiglia fondatrice in capo all'AD, DDS e PA ottengono risultati netti: l'essere socio-fondatore o membro della famiglia fondatrice riduce in maniera statisticamente significativa il *turnover*.

Con riferimento alla variabile dimensionale (logaritmo natu-

---

<sup>12</sup> Il risultato viene spiegato così: la presenza di un mandato di tre anni per la carica di amministratore può costituire un fattore di inerzia che rende più semplice attendere la fine del mandato piuttosto che licenziare l'amministratore nel corso dei tre anni.

rale del fatturato e del valore contabile dell'attivo), i risultati ottenuti non sono uniformi: BC, MP e BGP non rilevano alcuna evidenza significativa; DDS, invece, trovano un legame negativo e significativo tra dimensione dell'impresa e *turnover*. Si potrebbe associare un simile esito alla maggiore efficienza dei CdA nelle imprese più piccole (probabilmente anche per la loro più piccola dimensione) che determina un *turnover* più frequente; PA ottiene risultati opposti rispetto a quelli di DDS. Esso, infatti, trova una conferma allo studio di Jensen, Murphy (1990), secondo il quale gli AD delle imprese USA di grandi dimensioni tendono a possedere una quota ridotta del capitale dell'impresa, e a quello di Parrino (1990), il quale rileva un legame positivo tra dimensione e quota di *outsiders* presenti nel CdA<sup>13</sup>.

## 5. - Il campione e le variabili

Il campione utilizzato è costituito da una base di partenza di 237 società quotate al Mercato Ufficiale di Borsa (MTA) al 31 dicembre 2002. Dal campione di partenza sono state escluse: le società estere (per insufficienza di informazioni); le società quotate per meno di un anno (per l'impossibilità di osservare le rotazioni su un arco temporale annuale, assunto come base); le società revocate dalla quotazione prima del 31 dicembre 2002 (per insufficienza di informazioni). Questa selezione ha permesso di ottenere un campione *pooled* aperto formato da 1211 osservazioni, ciascuna definita come impresa-anno (Tav. 2). In pratica, ogni impresa (analisi *cross-section*) è stata osservata dal 1996 al 2002 (analisi *time-series*), ottenendo, come unità statistica di base, l'impresa *alfa* nell'anno *n*.

TAV. 2

### NUMERO DI SOCIETÀ INCLUSE NEL CAMPIONE

anni	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
numero società	134	143	152	166	191	207	218

<sup>13</sup> DDS e PA, tuttavia, usano *proxy* dimensionali differenti (DDS il valore contabile dell'attivo; PA il fatturato).

La variabile dipendente ( $ROTAZ_{i,t}$ ), espressa dal tasso di rotazione degli AD (e/o dei presidenti, se non è presente la figura dell'AD o se anche il presidente dispone di deleghe gestionali), è stata definita come una variabile binaria che assume valore 1 in corrispondenza di un avvicendamento definito come: a) uscita dal CdA di uno o più AD; b) perdita della delega di almeno un AD pur permanendo nel consiglio, e valore 0 se non c'è nessun cambiamento<sup>14</sup>. Sono state rimosse le rotazioni verificatisi nell'anno di un trasferimento di controllo e in quello successivo, essendo provocate da un evento non ordinario. Le informazioni sugli avvicendamenti sono state raccolte presso la Consob e il Calepino dell'Azionista.

Si fornisce una descrizione delle variabili indipendenti impiegate:

1) REND0, REND1, REND2, REND3: rendimenti annuali calcolati come somma del *capital gain* e del *dividend yield*, rispettivamente, nell'anno della rotazione, in quello precedente, con *lag* di due anni e di tre anni<sup>15</sup>. I rendimenti sono stati calcolati in capitalizzazione continua e corretti usando un indice di mercato che è stato sottratto al rendimento puro. L'indice di mercato è stato ottenuto come media dei rendimenti rilevati per tutte le imprese incluse nel campione in un determinato anno.

2) MB0, MB1, MB2: *market value to book value* dell'*equity* rilevato annualmente, rispettivamente, con *lag* 0, -1 e -2 anni e aggiustato per tener conto dell'*industry effect*. La correzione è stata fatta dividendo il MB puro per il MB mediano delle imprese incluse nel campione appartenenti allo stesso settore di quella esaminata. La ripartizione in settori è stata fatta usando i codici settoriali Mediobanca.

3) ROE0, ROE1, ROE2, ROE3<sup>16</sup>: redditività del capitale netto rilevata annualmente (rispettivamente, per l'anno corrente,

---

<sup>14</sup> L'evento "rotazione" è stato osservato al 31 dicembre di ogni anno.

<sup>15</sup> I prezzi e la capitalizzazione di borsa necessari per il calcolo dei rendimenti e del *market to book value* sono stati rilevati nell'ultimo giorno di borsa aperta di ogni anno.

<sup>16</sup> Tutte le misure di *performance* contabili fanno riferimento al bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre di ogni anno e approvato, normalmente, entro il 30 aprile dell'anno successivo.

con *lag* di uno, due e tre anni) ed ottenuta come rapporto tra il reddito netto dell'*n*-esimo anno e il capitale netto medio rilevato alla fine degli anni *n* e *n*-1. Le variabili ROE sono state calcolate sia "pure" che "corrette", per tener conto dell'*industry effect*, sottraendo alla variabile pura il valore mediano del ROE delle imprese appartenenti allo stesso settore di quella esaminata.

4) ROI0, ROI1, ROI2, ROI3<sup>17</sup>: redditività del capitale investito rilevata annualmente (come per le variabili ROE) ed ottenuta come rapporto tra il reddito operativo (RO<sup>18</sup>) e il capitale investito netto operativo (CIN<sup>19</sup>). Il ROI è stato calcolato solo per le società industriali, commerciali e di servizi, escludendo le società di natura finanziaria, comprese le *holding* di partecipazione<sup>20</sup>. Nel condurre le regressioni, per le imprese finanziarie, questa variabile è stata considerata come dato mancante. Ciò spiega la limitatezza del campione che ne risulta (cfr. nota 17), il quale non include le società di natura finanziaria.

5) NEG0, NEG1, NEG2, NEG3: variabile *dummy* che assume valore 1 se il risultato economico d'esercizio è negativo, altrimenti 0.

6) 1°AZ: percentuale di azioni con diritto di voto possedute dal primo azionista.

7) AZ\_RIL: percentuale di azioni con diritto di voto posseduta complessivamente dagli azionisti rilevanti indipendenti, definiti come azionisti che possiedono almeno il 2% del capitale votante della società e non sono legati né al *management* né al principale azionista da rapporti familiari e/o da sindacati di voto<sup>21</sup>.

8) PARA: variabile *dummy* che assume valore 1 se tra i prin-

<sup>17</sup> Per queste variabili il numero di società incluse nel campione è: 61 (1996); 68 (1997); 74 (1998); 86 (1999); 103 (2000); 115 (2001); 124 (2002).

<sup>18</sup> RO = fatturato netto ± variazione rimanenze prodotti finiti, semilavorati e materie - costo acquisto materie - costi diversi operativi + ricavi diversi operativi - costo del lavoro - ammortamento immobilizzazioni + costi capitalizzati.

<sup>19</sup> CIN = crediti commerciali netti + rimanenze d'esercizio + attività correnti non finanziarie + immobilizzazioni materiali e immateriali - debiti commerciali - passività correnti non finanziarie - debito TFR.

<sup>20</sup> La rettifica delle variabili ROI, per considerare l'*industry effect*, ha prodotto risultati di scarso rilievo a causa della limitatezza del campione analizzato, che non consente di realizzare una ripartizione settoriale significativa.

<sup>21</sup> Il 1° azionista è stato sempre escluso dal calcolo.

cipali azionisti è esistente un sindacato di voto e/o di blocco, altrimenti 0. Sono stati considerati anche gli accordi esistenti tra gli azionisti della controllante.

9) PUB: variabile *dummy* che assume valore 1 se la società ha come primo azionista lo Stato o un ente locale (comuni, regioni ecc.), altrimenti 0<sup>22</sup>.

10) ETA: nelle osservazioni in cui non è presente alcun avvicendamento, la variabile assume come valore l'età dell'AD in carica o l'età media se gli AD sono più d'uno. In caso di rotazione, la variabile assume come valore l'età dell'AD uscente o l'età media se il cambio coinvolge più AD.

11) IND: variabile *dummy* che assume valore 1 se il numero degli amministratori indipendenti supera una certa soglia<sup>23</sup>, altrimenti 0.

12) FIN: variabile *dummy* che assume valore 1 se la società opera nel settore finanziario<sup>24</sup>.

I dati contabili sono stati ricavati dai bilanci d'esercizio, raccolti presso le camere di commercio e la banca dati R&S-Medio-banca; quelli di mercato, presso la Borsa Italiana S.p.A. e il Calapino dell'Azionista; i dati relativi alla struttura proprietaria (dal 1998) e all'età degli AD sono stati tratti dal sito della CONSOB e dalla banca dati AIDA. Per gli anni 1996 e 1997 i dati sono stati forniti direttamente dall'ufficio studi CONSOB; quelli sulla natura di "indipendenza" degli amministratori sono stati rilevati rielaborando le informazioni contenute nelle Relazioni sulla *corporate governance* delle singole società, nel Sole 24 Ore on line e attraverso i motori di ricerca internet.

Il legame esistente tra il tasso di rotazione degli AD e le diverse variabili esplicative è stato esaminato attraverso una serie

<sup>22</sup> Si è attribuita rilevanza all'"azionista ultimo", non a quello diretto.

<sup>23</sup> Per CdA fino ad 8 membri: 2 amministratori indipendenti o più; per CdA da 9 a 14 membri: 3 amministratori indipendenti o più; per CdA con più di 14 membri: 4 amministratori indipendenti o più.

Dati tratti dalle "Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A." nella parte che disciplina il numero di amministratori indipendenti per le società appartenenti al segmento STAR (segmento titoli ad alti requisiti).

<sup>24</sup> Nella categoria delle società che operano nel settore finanziario sono stati inclusi gli intermediari creditizi e le imprese assicurative.

di regressioni condotte mediante l'utilizzo del modello logistico<sup>25</sup>.

## 6. - Principali risultati

L'età media degli AD italiani (Tav. 3) è molto vicina a quella dei CEOs americani e dei PDG francesi (K rileva un'età di 58,30 anni; MP di 57 anni e 56 anni, rispettivamente, all'inizio e alla fine del periodo con *market for corporate control* attivo; PI di 57,40 anni), mentre è inferiore a quella dei presidenti giapponesi (K e KS rilevano un'età, rispettivamente, di 65,10 anni e 61,84 anni). Anche il tasso di *turnover* è simile a quello delle società USA (K trova un tasso del 12,14% includendo i *takeovers* e del 10,35% escludendo le rotazioni causate da morte e malattia; DDS un tasso massimo dell'11,20%, se la proprietà manageriale è inferiore all'1%, e minimo del 3,40%, se la proprietà manageriale è compresa tra il 40 e il 50%, escludendo le rotazioni causate da morte, malattia e pensionamento), ma è inferiore a quello delle società giapponesi (KS rilevano un tasso del 13,46%; K del 15,03% includendo i *takeovers* e del 14,86% escludendo le rotazioni causate da morte e malattia).

Dai risultati esposti nelle tavole 4 e 5 si evince che le misure di performance contabili (ROE corretto e ROI) sono sempre legate negativamente e significativamente, al livello dell'1% e del 5%, al tasso di *turnover* degli AD, conformemente alle aspettative. Si osserva, in particolare, che le variabili ROE e ROI sono risultate significative fino ai tre anni che precedono l'avvicenda-

<sup>25</sup> Il modello logistico permette di stimare in maniera diretta la probabilità che un certo evento trovi manifestazione. Esso si adatta particolarmente bene alle variabili dipendenti dicotomiche, che non soddisfano il requisito di normalità della distribuzione degli errori, ipotesi, questa, che viene fatta nel modello regressivo lineare. Il modello logistico può essere espresso in termini probabilistici come segue:

$$\text{Prob (ROTAZ)} = \frac{e^{B_0 + B_1 X_1 + B_2 X_2 + \dots + B_n X_n}}{1 + e^{B_0 + B_1 X_1 + B_2 X_2 + \dots + B_n X_n}}$$

dove:  $B_0, B_1, B_2, B_n$  sono i parametri che devono essere stimati;  $X_1, X_2, X_n$  sono le variabili indipendenti.

mento, mettendo in evidenza che, spesso, la sostituzione non avviene immediatamente in corrispondenza di cattive *performance*, bensì si tende ad aspettare la scadenza naturale del mandato triennale. La variabile NEG0, che segnala la perdita conseguita nello stesso anno della rotazione, è legata in maniera fortemente significativa (livello dell'1%) al tasso di rotazione. Ciò evidenzia che la presenza di una perdita d'esercizio costituisce un forte incentivo all'uscita immediata dell'AD.

TAV. 3

## STATISTICHE DESCRITTIVE

variabile	media	mediana	deviaz. std
ROE0 (non corretto %)	6,9639	6,3297	16,0024
ROE1 (non corretto %)	7,3638	6,4764	12,2330
ROE2 (non corretto %)	6,9681	6,0880	12,0624
ROE3 (non corretto %)	6,4465	5,7280	13,5159
ROI0 (%)	16,0553	11,9635	22,0054
ROI1 (%)	16,4175	12,1714	21,8612
ROI2 (%)	17,0354	12,3585	22,7327
ROI3 (%)	15,3453	12,3574	18,2574
REND0 (non corretto %)	2,6679	1,7858	41,3445
REND0 (corretto %)	0	-1,9358	34,5449
REND1 (non corretto %)	3,8495	1,7632	41,2898
REND1 (corretto %)	0	-2,2926	30,7222
REND2 (non corretto %)	13,1699	10,4716	37,7824
REND2 (corretto %)	0	-3,1125	33,4041
REND3 (non corretto %)	13,6262	12,0313	39,0819
REND3 (corretto %)	0	-2,5136	33,7967
MB0 (non corretto)	2,6536	1,5239	4,5355
MB1 (non corretto)	2,6438	1,5212	4,5626
MB2 (non corretto)	2,6318	1,5663	4,3644
ETA (anni)	57,8144	58	8,5027
1°AZ (%)	45,3138	51	22,3994
AZ_RIL (%)	8,8684	4,7810	10,9928
tasso di rotazione medio annuo (%) (con trasferimenti di controllo)	12,5915		
(senza trasferimenti di controllo)	9,5572		
durata media della carica (anni) (con trasferimenti di controllo)	7,9418		
(senza trasferimenti di controllo)	10,4633		

## RISULTATI DELLE REGRESSIONI SEMPLICI (\*)

Var.	$B_0$	$P$ -value ( $B_0$ )	$B_1$	$P$ -value ( $B_1$ )	nr. oss.	$R^2$ (NK)	$\Delta$ PROB
ROE0	-1,9146	0,0000	-0,0162	0,0011	1.147	2,90%	6,75%
ROE1	-1,8099	0,0000	-0,0192	0,0095	1.135	2,50%	6,21%
ROE2	-1,7568	0,0000	-0,0326	0,0000	1.135	4,10%	11,50%
ROE3	-1,7414	0,0000	-0,0165	0,0116	1.125	2,30%	6,06%
ROI0	-1,6443	0,0000	-0,0267	0,0003	588	5,30%	17,77%
ROI1	-1,6521	0,0000	-0,0258	0,0007	584	5,00%	16,79%
ROI2	-1,5480	0,0000	-0,0311	0,0002	576	6,40%	22,86%
ROI3	-1,5644	0,0000	-0,0278	0,0004	554	5,60%	15,36%
NEG0	-1,9848	0,0000	0,6454	0,0024	1.162	2,60%	8,68%
NEG1	-1,8479	0,0000	0,4066	0,0762	1.160	1,80%	5,52%
NEG2	-1,8169	0,0000	0,4221	0,0676	1.152	1,90%	5,88%
NEG3	-1,7761	0,0000	0,2822	0,2202	1.140	1,60%	3,86%
REND0	-1,7594	0,0000	-0,0062	0,0164	1.134	2,10%	6,21%
REND1	-1,7913	0,0000	-0,0049	0,0923	1.021	2,10%	4,01%
REND2	-1,6983	0,0000	-0,0026	0,3537	943	2,20%	2,41%
REND3	-1,8668	0,0000	0,0014	0,6602	871	1,30%	-1,06%
MB0	-1,7206	0,0000	-0,0635	0,2774	1.152	1,50%	3,52%
MB1	-1,6707	0,0000	-0,0779	0,2060	1.146	1,70%	4,35%
MB2	-1,6655	0,0000	-0,0597	0,3454	1.047	1,80%	2,97%
ETA	-3,1982	0,0000	0,0244	0,0120	1.163	2,30%	5,88%
PUB	-1,8659	0,0000	0,8547	0,0012	1.163	2,70%	13,27%
1°AZ	-1,9523	0,0000	0,0040	0,2814	1.157	1,50%	2,37%
AZ_RIL	-1,9293	0,0000	0,0153	0,0276	1.160	2,00%	4,63%
PARA	-1,7043	0,0000	-0,3496	0,0886	1.160	1,80%	-4,02%
FIN	-1,7698	0,0000	-0,0517	0,7901	1.163	1,30%	-0,63%
IND	-1,8404	0,0000	0,0918	0,5833	1.163	1,40%	1,12%

(\*) Var.: variabile indipendente;  $B_0$ : costante del modello di regressione;  $B_1$ : coefficiente di regressione;  $P$ -value: livello di significatività osservato della statistica di *Wald* relativo ai coefficienti  $B_0$  e  $B_1$ ; Nr. oss.: numero di dati inclusi nel modello;  $R^2$  (NK): misura della bontà di adattamento del modello ( $R^2$  di Nagelkerke);  $\Delta$ PROB: variazione della probabilità di rotazione simulando un cambiamento della variabile indipendente pari a due deviazioni standard dalla media. Per le variabili dicotomiche è stato simulato uno *switch* da 0 a 1. Tutte le regressioni includono sette *time dummy*.

## RISULTATI DELLE REGRESSIONI MULTIVARIATE (\*)

Reg. Nr. perf.	Variabili indipendenti									
	$B_0$	perf.	eta	para	pub	fin	ind	1° az	az_ril	
1) ROE0 6,30%	-4,0754 (0,0000)	-0,0168 (0,0010)	0,0307 (0,0026)	-0,1845 (0,4196)	0,7887 (0,0050)	0,1179 (0,5841)	-0,0789 (0,6710)	0,0045 (0,2876)	0,0153 (0,0377)	
2) ROE1 6,10%	-3,9433 (0,0000)	-0,0221 (0,0041)	0,0296 (0,0035)	-0,1758 (0,4415)	0,8594 (0,0020)	0,1255 (0,5582)	-0,0322 (0,8625)	0,0050 (0,2349)	0,0133 (0,0778)	
3) ROE2 7,30%	-3,7732 (0,0000)	-0,0335 (0,0000)	0,0284 (0,0054)	-0,2235 (0,3271)	0,7957 (0,0052)	0,1430 (0,5048)	-0,0665 (0,7205)	0,0049 (0,2458)	0,0135 (0,0760)	
4) ROE3 5,60%	-3,6315 (0,0000)	-0,0163 (0,0174)	0,0266 (0,0087)	-0,2454 (0,2784)	0,8411 (0,0031)	0,0622 (0,7690)	-0,0337 (0,8550)	0,0042 (0,3170)	0,0142 (0,0622)	
5) ROI0 9,30%	-1,8476 (0,0629)	-0,0217 (0,0045)	0,0029 (0,8485)	-0,7178 (0,0691)	0,7577 (0,0128)		0,1993 (0,4369)	-0,0048 (0,5237)	0,0115 (0,2812)	
6) ROI1 9,20%	-1,6069 (0,1095)	-0,0205 (0,0091)	0,0003 (0,9841)	-0,7771 (0,0584)	0,8206 (0,0072)		0,1668 (0,5205)	-0,0056 (0,4532)	0,0083 (0,4563)	
7) ROI2 9,90%	-1,4840 (0,1412)	-0,0252 (0,0030)	-0,0014 (0,9260)	-0,7051 (0,0877)	0,7699 (0,0133)		0,1065 (0,6850)	-0,0043 (0,5636)	0,0112 (0,3220)	
8) ROI3 9,60%	-1,4130 (0,1674)	-0,0210 (0,0102)	-0,0032 (0,8414)	-0,7861 (0,0678)	0,8186 (0,0095)		0,1489 (0,5777)	-0,0042 (0,5736)	0,0069 (0,5698)	
9) NEG0 6,30%	-4,0880 (0,0000)	0,7259 (0,0012)	0,0298 (0,0034)	-0,2077 (0,3613)	0,8615 (0,0020)	0,1609 (0,4581)	-0,0689 (0,7090)	0,0039 (0,3572)	0,0158 (0,0297)	
10) NEG1 5,40%	-3,8942 (0,0000)	0,5063 (0,0352)	0,0288 (0,0045)	-0,2323 (0,3041)	0,8497 (0,0022)	0,1520 (0,4794)	-0,0369 (0,8408)	0,0042 (0,3216)	0,0141 (0,0576)	
11) NEG2 5,50%	-3,7996 (0,0000)	0,4956 (0,0406)	0,0282 (0,0054)	-0,2517 (0,2655)	0,8642 (0,0019)	0,1471 (0,4927)	-0,0475 (0,7961)	0,0040 (0,3430)	0,0138 (0,0653)	
12) REND0 5,70%	-3,6900 (0,0000)	-0,0070 (0,0095)	0,0235 (0,0229)	-0,1898 (0,4181)	0,8762 (0,0016)	0,1391 (0,5262)	-0,0303 (0,8706)	0,0067 (0,1360)	0,0166 (0,0296)	
13) REND1 5,30%	-3,4304 (0,0000)	-0,0052 (0,0829)	0,0234 (0,0276)	-0,3265 (0,1789)	0,8170 (0,0049)	0,0196 (0,9314)	-0,0269 (0,8876)	0,0041 (0,3638)	0,0110 (0,1670)	

(\*) La prima colonna individua le diverse regressioni (numerata) e la misura di performance (PERF.) utilizzata in ciascuna regressione;  $B_0$ : costante del modello di regressione; PERF.: identifica il coefficiente di regressione della variabile di performance utilizzata, il cui nome è indicato nella prima colonna; i valori indicati tra parentesi, sotto i singoli coefficienti di regressione, indicano il livello di significatività osservato dalla statistica di *Wald*; la percentuale indicata nella prima colonna fornisce il valore assunto dall' $R^2$  di Nagelkerke che misura la bontà di adattamento del modello. Tutte le regressioni includono sette *time dummy*.

Le variabili NEG1 e NEG2 si sono mostrate significative (livello del 5%) solo nelle regressioni multivariate. Le performance di mercato (REND e MB), a differenza di quelle contabili, si sono mostrate debolmente (REND1) o per nulla legate (REND2, REND3 e tutte le variabili MB) al tasso di rotazione, tranne la variabile REND0, che è risultata significativa al livello dell'1% nelle regressioni multivariate e al livello del 5% in quelle semplici. Si sottolinea che, adottando le variabili ROE non corrette, si ottengono risultati qualitativamente analoghi a quelli esposti in precedenza, ma meno "netti": la dimensione dei coefficienti di regressione, nonché la variazione della probabilità di rotazione sono inferiori, mettendo in risalto una minore intensità del legame tra il ROE ed il tasso di rotazione. Interpretando questo risultato se ne può derivare che vi è una corretta valutazione della performance contabile, la quale è considerata in rapporto a quella media di settore, il che, implicitamente, significa tener conto del rischio del *business*.

La notevole differenza di risultati riscontrata tra variabili contabili e di mercato potrebbe essere imputata alla tipicità del mercato italiano e delle sue imprese, le quali sono spesso controllate di diritto da un singolo soggetto (o famiglia) che si occupa in prima persona anche della gestione. In questo caso, l'andamento del valore di borsa dell'impresa non riflette l'effettiva valutazione della stessa, nella prospettiva del soggetto controllante, per effetto di una serie di fattori quali, ad esempio, i BPC. Perciò, la performance di mercato è scarsamente presa in considerazione nella valutazione degli AD. Un'ulteriore spiegazione è data dalla scarsa attenzione attribuita alla crescita del valore da parte delle imprese italiane, maggiormente attente alle performance contabili, sia a causa dell'elevata concentrazione proprietaria che di fatto riduce la contendibilità e indebolisce il ruolo disciplinante del mercato, sia per l'ottica "tradizionalmente" contabile e meno "finanziaria" tipica dell'imprenditoria italiana<sup>26</sup>. Salta all'evidenza il notevole in-

---

<sup>26</sup> Si è anche provato ad inserire nella medesima regressione due misure di performance, una contabile e l'altra di mercato, per vedere se ciò migliorava la loro significatività statistica e il potere esplicativo del modello: le regressioni (omesse, essendo di scarsa rilevanza) non hanno prodotto miglioramenti di rilievo. Anzi, spesso, le due variabili si sono mostrate correlate, comportando la perdita di significatività di una delle due, di norma quella di mercato.

cremento (più che doppio rispetto alle altre variabili) della probabilità di rotazione simulando una riduzione della performance ROI pari a due deviazioni standard dalla media. Ciò mette in evidenza l'elevata intensità del legame tra rotazione e redditività della gestione caratteristica<sup>27</sup>.

Un risultato interessante deriva dal legame tra la variabile FIN e le variabili ROE: nonostante la variabile FIN non abbia alcun potere esplicativo (le società finanziarie non hanno un *turnover* significativamente diverso dalle società non finanziarie), si è approfondita l'analisi, anche alla luce del loro rilevante peso nel campione (nel 2002 erano 46), creando due sottocampioni: uno formato da imprese finanziarie, l'altro da imprese non finanziarie, e regredendo il tasso di rotazione rispetto alle variabili ROE, prese una alla volta, per ciascun sottocampione. I risultati mostrano che la variazione della probabilità di rotazione, nel campione di imprese finanziarie, derivante da una riduzione della performance pari a due deviazioni standard dalla media è superiore rispetto a quella delle imprese non finanziarie. Nello specifico, per la variabile ROE0 si è riscontrato un aumento della probabilità di *turnover* pari all'8,70% per le società finanziarie, a fronte di un aumento del 6,94% per quelle non finanziarie. Per irrobustire ulteriormente l'evidenza, che mostra una maggiore sensibilità della rotazione rispetto alla performance contabile per le imprese finanziarie, nelle regressioni semplici, accanto alle variabili ROE, è stata inserita una variabile d'interazione definita

---

Come ulteriore spiegazione della mancata significatività statistica dei rendimenti con *lag* 1, 2 e 3, e, al contrario, della significatività di tutte le variabili ROE e ROI vi può essere l'esistenza di una correlazione seriale delle performance contabili, ma non di quelle di mercato: a tal fine si è provato ad inserire nella medesima regressione tutte le misure di performance: nei rendimenti si conferma la significatività di REND0, sebbene sia diminuita al livello del 10%; nel ROE perdono di significatività tutte le variabili tranne ROE0 e ROE2; nel ROI rimane significativa solo ROI2. Ciò conferma una certa correlazione seriale delle performance contabili. La matrice delle correlazioni tra le variabili conferma quanto detto.

<sup>27</sup> La stima dell'incremento della probabilità di rotazione derivante dalla riduzione della performance è stata effettuata anche nel modello regressivo multivariato (Tab. 5) con i seguenti risultati: ROE0 = 6,82%; ROE1 = 6,94%; ROE2 = 11,66%; ROE3 = 5,84%; ROI0 = 12,86%; ROI1 = 12,12%; ROI2 = 17%; ROI3 = 10,30%; NEG0 = 9,62%; NEG1 = 6,81%; NEG2 = 6,86%; REND0 = 6,60%; REND1 = 4,28%.

come prodotto tra la variabile FIN e le variabili ROE (FIN\*ROE). I risultati (Tav. 6) confermano quanto detto in precedenza: il segno negativo della variabile d'interazione evidenzia proprio la maggiore sensibilità del *turnover* rispetto alla performance per le imprese finanziarie<sup>28</sup>.

TAV. 6

## REGRESSIONE CON VARIABILE D'INTERAZIONE (\*)

	B0	ROE0	FIN*ROE0
	-1,9052 (0,0000)	-0,0133 (0,0105)	-0,0454 (0,0468)

(\*) B0: costante del modello; ROE0 e FIN\*ROE0: variabili indipendenti; il valore tra parentesi esprime il livello di significatività osservato della statistica di *Wald* relativo ai coefficienti. La regressione include sette *time dummy*.

Relativamente alle variabili non di performance si possono trarre le seguenti considerazioni: l'età, come previsto, è legata positivamente e significativamente al tasso di *turnover*, ma solo nel campione complessivo. Nelle regressioni in cui sono presenti le variabili ROI, che considerano solo le società non finanziarie del campione (regressioni dalla 5 alla 8, Tav. 5), l'età non è legata al *turnover*. La diversità di risultati può essere spiegata dal fatto che nelle società operanti nel settore finanziario è "tipico" che al vertice del CdA vi siano soggetti di comprovata esperienza e professionalità, caratteristiche riscontrabili normalmente in soggetti con un'età più avanzata. Nelle *holding*, specie dove la maggioranza del capitale fa capo ad un gruppo familiare, non è infrequente riscontrare al vertice del CdA i soci fondatori, i quali, spesso, hanno un'età elevata. Se, com'è accaduto nella presente analisi, gli avvicendamenti investono con maggior frequenza questi soggetti, non necessariamente a causa di scarsi ri-

<sup>28</sup> Per le variabili ROE1, ROE2 e ROE3 si ottengono risultati qualitativamente analoghi a quelli esposti, sia nella stima della variazione della probabilità di rotazione, che nelle regressioni con la variabile d'interazione.

sultati, è normale che il legame tra l'età e il tasso di rotazione sia forte<sup>29</sup>.

La variabile AZ\_RIL, che nel campione complessivo risulta significativa al livello del 5% e del 10%, segnala che, nonostante l'elevata concentrazione proprietaria delle società italiane, la presenza di un significativo numero di azionisti rilevanti indipendenti contribuisce ad incrementare la rotazione degli AD, come ipotizzato *ex-ante*.

La variabile PUB mette chiaramente in evidenza che le società che hanno come primo azionista lo Stato o un ente locale hanno un tasso di *turnover* significativamente superiore (quasi sempre al livello dell'1%) rispetto alle altre, confermando l'ipotesi inizialmente fatta. L'AD di un'impresa pubblica ha il 13,27% di probabilità in più di lasciare la carica rispetto a quello di un'impresa non pubblica. Tuttavia, da alcuni approfondimenti condotti, non vi è una chiara coincidenza tra rotazioni e mutamenti al vertice delle autorità pubbliche controllanti in occasione di elezioni (nel periodo 1996-2002 si sono succeduti 7 Ministri dell'Economia, mediamente uno all'anno: 6 di centro-sinistra, 1 di centro-destra e ci sono state 2 elezioni politiche: aprile 1996; maggio 2001. Le rotazioni delle controllate dallo Stato avvengono con una frequenza che "ricorda" i ricambi dei Ministri dell'Economia ma non sembrano direttamente associabili ad essi e, ancor meno, alle elezioni. Ad esempio: negli anni 1996-1997 cambiano solo gli AD di Alitalia, Italgas e Finmeccanica; nel 2001 sempre Alitalia e Saipem ma non di Eni, controllante diretta di Saipem; nel 2002 solo di Enel e Finmeccanica, in quest'ultima ci sono cambiamenti anche nel 2000; gli AD di Autostrade ed Eni cambiano nel 1998. Per le municipalizzate vale un ragionamento analogo).

La variabile PARA, solo nel sottocampione di imprese non finanziarie, mette in evidenza che la presenza di accordi di voto e/o

---

<sup>29</sup> L'età media degli AD delle imprese finanziarie è pari a 59,96 anni, mentre quella degli AD delle imprese non finanziarie è pari a 56,87 anni (*P-value*: 0,0000). La differenza è ancora più evidente se utilizziamo la mediana: 61 anni è l'età mediana degli AD delle imprese finanziarie, 57 anni quella degli AD delle imprese non finanziarie.

di blocco contribuisce a stabilizzare la gestione, riducendo il tasso di *turnover*. La significatività statistica del legame è comunque debole (al livello del 10%). Eliminando la variabile IND dal modello, la significatività statistica della variabile PARA sale al 5%. Ciò deriva dalla correlazione esistente tra le due variabili. Nello specifico si riscontra che laddove è presente un patto di sindacato tra i principali azionisti, vi è una minore incidenza degli amministratori indipendenti, probabilmente perché la gran parte degli amministratori sono un'emanazione degli aderenti al patto. Le altre variabili (1°AZ<sup>30</sup>, FIN e IND) non hanno fornito evidenze di rilievo<sup>31</sup>.

## 7. - Conclusioni

Possiamo focalizzare le evidenze trovate nei seguenti punti:

— le misure di performance contabili sono le determinanti che meglio spiegano il tasso di rotazione degli AD. Le variabili ROE e ROI si mostrano significative fino ai tre anni che precedono la rotazione, avvalorando l'ipotesi che gli scarsi risultati dell'impresa, in genere, non determinano un repentino ricambio al vertice: si tende ad aspettare la fine del mandato triennale. Relativamente alle variabili ROE, si riscontra una maggiore sensibilità della rotazione rispetto alla performance per le società operanti

---

<sup>30</sup> L'utilizzo di valori discreti per la variabile 1°AZ (0, se il primo azionista ha meno del 20% del capitale; 1, se il primo azionista possiede tra il 20% e il 50% del capitale; 2, se il primo azionista detiene più del 50% del capitale) ha confermato la positività dei coefficienti di regressione ma non ha prodotto miglioramenti di rilievo in merito alla loro significatività statistica.

<sup>31</sup> Si è provato anche a verificare se l'esistenza di legami familiari, fiduciari ed economici tra AD e azionista di controllo (anche il caso AD = azionista di controllo) possa "ostacolare" il *turnover*. Ciò contribuirebbe anche a spiegare la non significatività del legame tra la performance e le variabili ETA (solo per le imprese non finanziarie) e 1°AZ, nonché il cambio di segno del coefficiente per la variabile 1°AZ nel campione completo (positivo) e nel campione di imprese non finanziarie (negativo). Tuttavia, le difficoltà nell'identificare con esattezza l'identità del controllante e nel verificare i legami economici e fiduciari con l'AD non mi hanno consentito di trarre conclusioni affidabili. Si segnala questa analisi come possibile approfondimento al presente studio, in presenza di informazioni maggiormente complete ed attendibili.

nel settore finanziario. Le variabili espressive della performance di mercato mostrano un potere esplicativo sensibilmente inferiore: l'unica misura di performance di mercato che si mostra significativa è il rendimento azionario corrente (REND0);

— l'età degli AD è legata positivamente e significativamente al tasso di rotazione, evidenziando che il *turnover* aumenta con l'anzianità. Il risultato non si conferma nelle imprese non finanziarie (in proposito si veda anche la nota 31);

— la variabile PUB mostra che il tasso di rotazione è significativamente superiore nelle società pubbliche rispetto a quelle private. Le rotazioni, tuttavia, non sono concentrate in anni particolari ma sono distribuite lungo i 7 anni: ciò non consente di associare direttamente il *turnover* alle elezioni o a mutamenti in capo ai Governi centrale e locali;

— la variabile AZ\_RIL evidenzia un legame positivo con il tasso di rotazione, anche se a volte la significatività si mostra debole (al livello del 10%), evidenziando che le imprese in cui vi è una nutrita presenza di azionisti di minoranza sono caratterizzate da un tasso di rotazione più elevato. Questo risultato segnala un certo attivismo degli azionisti di minoranza, il cui ruolo non è poi così marginale. I discreti risultati ottenuti nel campione complessivo non si confermano nel campione formato solamente da società non finanziarie;

— la variabile 1°AZ mostra un legame con il *turnover* positivo nel campione complessivo e negativo nelle società non finanziarie ma mai statisticamente significativo (si veda anche la nota 31);

— la variabile PARA fornisce evidenze solo nel campione formato da società non finanziarie, mostrando un legame negativo e significativo con il *turnover*: l'esistenza di accordi di voto e/o di blocco tra i principali azionisti stabilizza il governo della società riducendo la rotazione degli AD.

Un'interessante estensione del presente studio può essere rappresentata dall'analisi del legame tra la performance dell'impresa e la retribuzione corrisposta all'AD ed agli altri amministratori esecutivi, al fine di verificare se il compenso attribuito a coloro che si occupano della gestione societaria possa costituire un in-

centivo al miglioramento della performance<sup>32</sup>. Un'ulteriore possibilità d'indagine consiste nell'effettuare un *event study* sulla reazione del mercato all'annuncio della sostituzione o della nomina di un AD, cercando di mettere in relazione tale reazione alle caratteristiche dell'impresa.

---

<sup>32</sup> Questo tipo d'indagine, in Italia, ha avuto pochi riscontri empirici a causa dell'indisponibilità di informazioni sui compensi degli amministratori. Oggi, al contrario, si presta ad essere realizzata con maggior completezza alla luce della disponibilità di queste informazioni, a partire dal 1999, nella nota integrativa ai bilanci societari (si veda il Regolamento Emittenti Consob).

## BIBLIOGRAFIA

- AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende), BUREAU VAN DIJK EDIZIONI ELETTRONICHE, Roma-Milano, 1996-2002.
- BAGWELL L. - SHOVEN J., «Share Repurchases and Acquisitions: an Analysis of which Firms Participate», in AUERBACH A.J. (a cura di), *Corporate Takeovers, Causes and Consequences*, Chicago, The University of Chicago Press, 1988, II, pp. 191-213.
- BARCA F. - BIANCHI M. - BRIOSCHI F. - BUZZACCHI L. - CASAVOLA P. - FILIPPA L. - PAGNINI M., «Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi», in BARCA F. (a cura di), *Assesti proprietari e mercato delle imprese*, volume II, Bologna, Società Editrice Il Mulino, 1994.
- BARONTINI R. - CAPRIO L., *Il consiglio di amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, Roma, Quaderno di Finanza Consob, n. 51, 2002, giugno.
- BERGER P.G. - OFEK E. - YERMACK D., «Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions», *Journal of Finance*, n. 52, 1997, pp. 1411-1438.
- BHAGAT S. - BLACK B.S., «The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance», *Business Lawyer*, n. 54, 1999, pp. 921-963.
- BIANCHI M. - CORRADI M.C. - ENRIQUES L., «Gli investitori istituzionali italiani e la corporate governance delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni», *Banca Impresa Società*, XXI n. 3, 2002, pp. 397-438.
- BRIOSCHI F. - BUZZACCHI L. - COLOMBO M.G., *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana*, Roma, La Nuova Italia Scientifica, 1990.
- BRUNELLO G. - GRAZIANO C. - PARIGI B.M., «CEO Turnover in Insider-Dominated Boards: The Italian Case», *Journal of Banking & Finance*, n. 27, 2003, pp. 1027-1051.
- CALEPINO DELL'AZIONISTA, MEDIOBANCA S.p.A., Milano, 1996-2002.
- CONSOB, *Relazione Annuale*, Roma, 2002.
- COTTER J.F. - ZENNER M., «How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process», *Journal of Financial Economics*, n. 32, 1994, pp. 195-221.
- DENIS D.J. - DENIS D.K., «Performance Changes Following Top Management Dismissals», *Journal of Finance*, n. 50, 1995, pp. 1029-1058.
- DENIS D.J. - DENIS D.K. - SARIN A., «Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification», *Journal of Finance*, n. 50, 1997a, pp. 135-160.
- — — — —, «Ownership Structure and Top Executive Turnover», *Journal of Financial Economics*, n. 45, 1997b, pp. 193-221.
- DITTMAR A.K., «Why do Firms Repurchase Stock?», *Journal of Business*, n. 73, 2000, pp. 331-355.
- FENN G.W. - LIANG N., «Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives», *Journal of Financial Economics*, n. 60, 2001, pp. 45-72.
- GAVER J.J. - GAVER K.M., «Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies», *Journal of Accounting and Economics*, n. 16, 1993, pp. 125-160.
- IL SOLE 24 ORE, Roma, 1996-2002.
- JENSEN M.C., «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers», *American Economic Review*, n. 76, 1986, pp. 323-329.

- JENSEN M.C. - MECKLING W.H., «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1976, pp. 305-360.
- JENSEN M.C. - MURPHY K.J., «Performance Pay and Top Management Incentives», *Journal of Political Economy*, n. 98, 1990, pp. 225-264.
- KANG J.K. - SHIVDASANI A., «Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan», *Journal of Financial Economics*, n. 38, 1995, pp. 29-58.
- KAPLAN S.N., «Top Executive Rewards and Firm Performance: a Comparison of Japan and United States», *Journal of Political Economy*, n. 102, 1994, pp. 510-546.
- LAMBERT R.A. - LANEN W.N. - LARCKER D.F., «Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 24, 1989, pp. 409-425.
- LORSCH J.W. - MACIVER E., *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, Harvard Business School Press, 1989.
- MACE M.L., *Directors: Myth and Reality*, Boston, Harvard Business School Press, 1986.
- MIKKELSON W.H. - PARTCH M.M., «Managers' Voting Rights and Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, n. 25, 1989, pp. 263-290.
- — — — —, «The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover», *Journal of Financial Economics*, n. 44, 1997, pp. 205-228.
- MORCK R. - SHLEIFER A. - VISHNY R., «Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, n. 20, 1988, pp. 293-316.
- PARRINO R., «CEO Turnover and Outside Succession. A Cross-Sectional Analysis», *Journal of Financial Economics*, n. 46, 1997, pp. 165-197.
- — — — —, *The Size, Level of Activity and Composition of Corporate Boards*, Rochester, University of Rochester, Unpublished Manuscript, 1990.
- PIGÉ B., «La probabilité de rotation des PDG: une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration», *Revue d'Économie Politique*, n. 106, 1996, pp. 889-912.
- R&S (Ricerche e Studi), MEDIOBANCA S.p.A., Milano, 1996-2002.
- ROZEFF M.S., «Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios», *Journal of Financial Research*, n. 5, 1982, pp. 249-259.
- SHIVDASANI A., «Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers», *Journal of Accounting and Economics*, n. 16, 1993, pp. 167-198.
- SHLEIFER A. - VISHNY R., «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, n. 52, 1997, pp. 737-783.
- SMITH C.W. JR. - WATTS R.L., «The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies», *Journal of Financial Economics*, n. 32, 1992, pp. 263-292.

