



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

Un’analisi dei conflitti di agenzia: la relazione manager e  
azionisti e implicazioni di performance

An analysis of agency conflicts: the relationship between  
managers and shareholders and performance implications

Relatore:  
Prof. Oscar Domenichelli

Rapporto Finale di:  
Samuele Fragoletti

Anno Accademico 2019/2020



# INDICE

<b>Introduzione .....</b>	<b>4</b>
<b>I La teoria d'agenzia .....</b>	<b>6</b>
I. 1 La teoria d'agenzia: brevi cenni .....	6
I. 2 L'evoluzione della teoria d'agenzia .....	7
<b>II I conflitti d'agenzia .....</b>	<b>12</b>
II. 1 Concetto e tipologie di conflitto d'agenzia .....	12
II. 2 Le cause dei conflitti d'agenzia .....	15
II. 3 Rimedi ai conflitti d'agenzia e relativi costi .....	17
<b>III Performance e conflitti d'agenzia .....</b>	<b>21</b>
III. 1 La retribuzione manageriale connessa alla performance aziendale .....	21
III. 2 Misurazione della performance aziendale .....	24
<b>Conclusioni .....</b>	<b>29</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>32</b>



## INTRODUZIONE

Il seguente elaborato è frutto di una disamina delle relazioni che si instaurano in un'azienda, con particolare riferimento ai problemi e ai disordini che si vengono a creare in caso di conflitto di interessi.

Il conflitto di interessi e il costo dell'agenzia sono dovuti alla separazione tra proprietà e controllo, alle diverse preferenze di rischio, all'asimmetria informativa e ai rischi morali. Gli esperti hanno citato molte soluzioni a tal proposito come un forte controllo da parte della proprietà, la proprietà manageriale, i membri del consiglio di amministrazione indipendenti e diversi comitati possono essere utili nel controllare i conflitti d'agenzia e i suoi costi.

La storia dei conflitti di agenzia risale ai tempi in cui la civiltà umana ha iniziato a fare business e provato, di conseguenza, a massimizzare il proprio interesse. È uno dei problemi datati che persistevano sin dall'evoluzione delle società per azioni. Pertanto non può essere ignorato in quanto ogni organizzazione, seppur in forme diverse, ne ha sofferto.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspective*. Indian Journal of Corporate Governance 10 (2017) pp. 74-75

Il capitolo 1 di questo rapporto è costituito da una panoramica su come le opinioni degli studiosi riguardo la teoria dell'agenzia si sono evolute negli anni per poi andare nel dettaglio e descrivere argomenti più tecnici. Andremo così a illustrare, nel capitolo 2, il concetto generale di conflitti d'agenzia, i motivi che lo causano e i relativi rimedi.

Successivamente verranno elencati i diversi tipi di conflitto a seconda dei soggetti coinvolti: soci di maggioranza e soci di minoranza, proprietari e manager, proprietari e creditori. Sarà presente un breve excursus sui costi che incorrono in caso di tali problemi e, infine, nel capitolo 3, verrà focalizzata l'attenzione sulla relazione tra conflitti d'agenzia e performance.

L'obiettivo che questo elaborato si prefigge è quello di esaminare i conflitti d'agenzia, in particolare quelli tra proprietari e manager, per poi spiegare come gli incentivi manageriali connessi alla performance aziendale possano fungere da meccanismo risolutore di tali divergenze, ma, al tempo stesso, da ostacolo alla misurazione della performance stessa.

Per sviluppare l'argomento, verrà utilizzata letteratura pertinente, costituita principalmente da articoli scientifici e altro materiale utilizzato nello studio della Finanza Aziendale

# LA TEORIA D'AGENZIA

## I.1 LA TEORIA D'AGENZIA: BREVI CENNI

Per teoria d'agenzia si intende, in generale, ogni tipo di relazione, regolata da contratti tra parti differenti. Le parti più comuni identificate in questo modello teorico sono la proprietà e i manager, etichettati rispettivamente come: il principale e l' agente.

Tale teoria riguarda, soprattutto, le grandi aziende dove il grado di controllo della proprietà sui diversi processi aziendali è relativamente basso, costringendo, in tal modo, i proprietari a fare affidamento a figure professionali, chiamate manager, che si occupano della direzione aziendale. I proprietari diventano, così, i cosiddetti portatori di rischio in quanto sono coloro che, attraverso la sottoscrizione di una quota di capitale, avviano l'azienda. I manager, di conseguenza, nell'interesse della proprietà, hanno il compito di utilizzare il capitale aziendale in modo efficace e efficiente al fine di generare profitti e far crescere il valore aziendale.

Dato che i manager prendono decisioni di cui rispondono i proprietari in prima

persona, ciò può portare al sorgere di opinioni o interessi differenti. Ciò implica che non sempre gli interessi tra le parti sono allineati, molto spesso per proprio tornaconto, causando divari all'interno dell'azienda stessa, il cosiddetto problema d'agenzia.<sup>1</sup>

## **I. 2 L'EVOLUZIONE DELLA TEORIA D'AGENZIA**

Con il passare del tempo, il problema d'agenzia ha preso forme diverse e la letteratura ha prove su di esso. La discussione sulla letteratura della teoria dell'agenzia coinvolge il concetto del problema dell'agenzia, delle sue varie forme e dei vari costi coinvolti per minimizzare tale problema.<sup>2</sup>

Adam Smith (1937[1776]) è forse il primo autore a sospettare la presenza di problemi di agenzia. Smith ha previsto nel suo lavoro '*The Wealth of Nations*' che se un'organizzazione è gestita da una persona o un gruppo di persone che non sono i veri proprietari, allora c'è la possibilità che essi non riescano a lavorare per il beneficio della proprietà.

Più nello specifico, Smith notò che:

---

<sup>1</sup> *Appunti di Corporate Finance*

<sup>2</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspective*. Indian Journal of Corporate Governance 10 (2017) p. 77

*“The directors of such companies...being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private company frequently watch over their own...Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”* (Smith, 1776, pp. 574-575).<sup>3</sup>

Negli anni '60 e '70 il problema dell'agenzia nelle imprese è descritto attraverso il problema della condivisione del rischio tra le parti cooperanti coinvolte nelle organizzazioni imprese stesse. Il principale o i proprietari, che investono il loro capitale e si assumono il rischio di acquisire i benefici economici, mentre gli agenti, che gestiscono l'impresa, sono avversi al rischio e preoccupati di massimizzare i loro benefici privati.<sup>4</sup>

Ross (1973) e Mitnick (1975) si sono avvalsi di due approcci diversi nei loro rispettivi lavori. Ross ha identificato il problema dell'agente-principale come conseguenza della decisione delle scelte di retribuzione verso l'agente e ha ritenuto che il problema non si limita solo all'azienda, ma prevale anche nella società.<sup>5</sup> L'approccio istituzionale di Mitnick ha aiutato a sviluppare le logiche

---

<sup>3</sup> SMITH A. (1776[1776]). *The wealth of nations*. Edited by Edwin Cannan, 1904. New York, NY: Modern Library

<sup>4</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency...* p. 77

<sup>5</sup> ROSS S. *The economic theory of agency: The principal’s problem*. American Economic Review, 63(2) (1973) pp. 134–139.

della teoria dell'agenzia di base ed è stato probabilmente progettato per capire il comportamento del mondo reale. La sua teoria afferma che le istituzioni sono costruite intorno all'agenzia e crescono per riconciliarsi con l'agenzia.<sup>6</sup>

Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976) hanno definito un'impresa come un insieme di contratti tra i fattori di produzione. Il rapporto di agenzia è una sorta di contratto tra il principale e l'agente, in cui entrambe le parti lavorano per il loro interesse personale generando di conseguenza il conflitto di agenzia. In questo contesto, i principali esercitano varie attività di monitoraggio per controllare le azioni degli agenti.<sup>78</sup> In una revisione del 1965 delle teorie dell'azienda, Alchian ha osservato nell'analizzare Williamson (1964) che purtroppo per i proprietari, ci sono costi di individuazione e di controllo dei comportamenti.<sup>9</sup>

Secondo Jensen e Meckling (1976), l'impresa opera per massimizzare il suo valore e la sua redditività. La massimizzazione della ricchezza può essere ottenuta attraverso un adeguato coordinamento e lavoro di squadra tra le parti coinvolte nell'impresa. Tuttavia, l'interesse delle parti è diverso, il conflitto di interessi

---

<sup>6</sup> JENSEN M., & MECKLING, W. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3(4), (1976) pp. 305–360

<sup>7</sup> ALCHIAN A., & DEMSETZ H. *Production, information costs, and economic organization*. The American Economic Review, 62(5) (1972) pp. 777–795.

<sup>8</sup> JENSEN M., & MECKLING W. *Theory...* pp. 305–360.

<sup>9</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency...* p. 77

sorge, e può essere relegato solo attraverso la proprietà manageriale e il controllo.<sup>10</sup>

Fama e Jensen (1983) hanno separato il processo decisionale della società in due categorie, la gestione delle decisioni e il controllo delle decisioni, in cui gli agenti sono gli attori chiave del processo. Il motivo per cui Fama e Jensen (1983) distinguono la gestione delle decisioni dal controllo delle decisioni è quello di evitare situazioni in cui l'agente, senza la proprietà delle risorse dell'impresa, possano accrescere l'interesse personale con decisioni non ottimali per il principale. Il consiglio di amministrazione è nominato dai proprietari come una soluzione di governo societario per controllare il problema dell'agenzia che potrebbe sorgere con i dirigenti di alto livello, tra cui il CEO.<sup>11</sup>

Grossman e Hart (1983) hanno redatto un elaborato interessante sulla divergenza riguardo la propensione al rischio tra il principale e gli agenti. Il livello di impegno dell'agente influisce sulla produzione delle imprese, dove i principali ne desiderano un livello più elevato. Pertanto, il principale dovrebbe ricompensare il comportamento dell'agente con una struttura di pagamento adeguata. La struttura di incentivazione è influenzata dall'atteggiamento degli agenti nei confronti della propensione al rischio e dell'informazione posseduta dai principali, mentre

---

<sup>10</sup> JENSEN M., & MECKLING W. *Theory...* pp. 305–360.

<sup>11</sup> FAMA E. & JENSEN M. *Separation of ownership and control*. *Journal of Law and Economics*, 26(2), (1983) pp. 301–325

nessuna questione riguardo gli incentivi viene sollevata se l'agente è neutrale al rischio.<sup>12</sup>

Eisenhardt (1989) ha classificato la teoria dell'agenzia in due modelli come il modello positivista dell'agenzia e il modello dell'agente principale. I due filoni condividono un'unità comune di analisi: il contratto tra il principale e l'agente. Tuttavia, differiscono per rigore matematico, variabile dipendente e stile. Il modello dell'agente principale spiega che i principali sono in cerca di rischi e di profitti, mentre gli agenti sono, al contrario, avversi al rischio. I ricercatori positivisti si sono concentrati sull'identificazione di situazioni in cui il principale e l'agente sono suscettibili sull' avere obiettivi conflittuali e quindi sulla descrizione dei meccanismi di governance che limitano il comportamento self-serving dell'agente. Questa teoria propone due proposizioni. La prima proposizione spiega che se l'esito del contratto è basato sugli incentivi, allora gli agenti agiscono a favore del principale. In secondo luogo, se il principale dispone di informazioni per verificare il comportamento dell'agente, è più probabile che quest'ultimo si comporti nell'interesse del principale.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> GROSSMAN S. & HART O. *An analysis of the principal-agent problem*. *Econometrica*, 51(1), (1983) pp. 7-45

<sup>13</sup> EISENHARDT K. M. *Agency theory: An assessment and review*. *Academy of Management Review*, 14(1), (1989) pp. 57-74

# I CONFLITTI D'AGENZIA

## II.1 CONCETTO E TIPOLOGIE DI CONFLITTO D'AGENZIA

Come già accennato nel primo capitolo, l'azienda si basa su una relazione di tipo contrattuale tra le due parti portatrici di interessi conosciute come il principale e l'agente. Il principale delega all'agente lo svolgimento di un'attività per suo conto e nel suo interesse, ma talvolta l'agente persegue interessi diversi da quelli dell'azionista e pertanto si sviluppano conflitti.

Gli studiosi hanno classificato il problema d'agenzia in tre tipi. Il primo tipo è tra azionisti o proprietari e manager che si pone a causa dell'asimmetria delle informazioni e delle varianze negli atteggiamenti di condivisione del rischio. Il secondo tipo di conflitto si verifica tra azionisti di maggioranza e gli azionisti di minoranza e si verifica perché i grandi proprietari prendono decisioni a loro vantaggio a spese degli azionisti minori. Il terzo tipo di problemi di agenzia si verifica tra i proprietari e i creditori; questo conflitto prende piede quando i

proprietari prendono decisioni di investimento più rischiose contro la volontà dei creditori. Ecco i tre tipi qui sotto elencati:<sup>1</sup>

-Il problema dell'agenzia tra proprietari e manager nelle organizzazioni a causa della separazione della proprietà dal controllo risale fin dalla nascita di grandi società di capitali (Berle & Means, 1932).<sup>2</sup> I proprietari assegnano il compito ai manager di gestire l'azienda con la speranza che i manager lavorino a beneficio dei proprietari. Tuttavia, i manager sono più interessati alla massimizzazione del loro compenso. Il concetto riguardo il comportamento auto-appagante dell'agente si basa sulla razionalità del comportamento umano (Sen, 1987; Williamson, 1985)<sup>34</sup>, che afferma che le azioni umane sono razionali e motivate a massimizzare i propri fini. Il disallineamento di interesse tra il principale e l'agente e la mancanza di un adeguato monitoraggio porta al conflitto, noto come conflitto tra agente e principale.

-L'ipotesi alla base di questo tipo di problema di agenzia è il conflitto di interessi tra i grandi e i piccoli proprietari. I proprietari principali sono definiti come una persona o un gruppo di persone che detengono la maggioranza delle azioni di

---

<sup>1</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspective*. Indian Journal of Corporate Governance 10 (2017) p. 80

<sup>2</sup> BERLE A. & MEANS G. *The modern corporation and private property*. New York, NY: Macmillan (1932)

<sup>3</sup> SEN A. *The standard of living*. Cambridge: Cambridge University Press. (1987)

<sup>4</sup> WILLIAMSON, O. E. *The economic institutions of capitalism*. New York, NY: Free Press (1985)

un'impresa, mentre i proprietari minori sono quelle persone che detengono una porzione molto minore della quota dell'impresa. I proprietari di maggioranza hanno un potere di voto più elevato e possono prendere qualsiasi decisione a favore del loro beneficio, il che ostacola gli interessi degli azionisti minori (Fama & Jensen, 1983)<sup>5</sup>. Questo tipo di problema di agenzia prevale in quei paesi o società, in cui la proprietà è concentrata nelle mani di poche persone, quindi gli azionisti di minoranza trovano difficile proteggere i loro interessi o ricchezza (Demsetz & Lehn, 1985)<sup>6</sup>

-Il conflitto tra proprietari e creditori deriva dai progetti intrapresi e dalla decisione di finanziamento presa dagli azionisti (Damodaran, 1997)<sup>7</sup>. Gli azionisti cercano di investire nei progetti rischiosi, dove si aspettano un rendimento maggiore. Il rischio connesso ai progetti aumenta il costo del finanziamento e diminuisce il valore del debito in essere, che colpisce i creditori. Se il progetto avrà successo, allora i proprietari godranno degli enormi profitti, mentre l'interesse dei creditori è limitato in quanto ottengono solo un tasso di interesse fisso. D'altra parte, se il progetto fallisce, i creditori saranno obbligati a

---

<sup>5</sup> FAMA E., & JENSEN M. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, 26(2), (1983) pp. 301–325

<sup>6</sup> DEMSETZ H. & LEHN K. (1985). *The structure of corporate ownership: Causes and consequences*. Journal of Political Economy, 93(6), (1985) pp. 1155–1177

<sup>7</sup> DAMODORAN A. *Corporate finance*. New York, NY: John Wiley (1977)

condividere alcune delle perdite e in generale questo problema persiste in questo tipo di circostanze.

## **II. 2 LE CAUSE DEI CONFLITTI D'AGENZIA**

Il conflitto d'agenzia tra il principale e l'agente nelle aziende ha alcune cause, le quali sono descritte da Chowdhury (2004) nel suo studio. Egli ha sottolineato diverse ragioni riguardo il verificarsi del conflitto d'agenzia come la separazione della proprietà dal controllo, le differenze di atteggiamento nella condivisione del rischio tra il principale e gli agenti, il coinvolgimento di breve periodo degli agenti nell'organizzazione, piani di incentivazione insoddisfacenti per gli agenti e la prevalenza dell'asimmetria informativa all'interno dell'azienda.<sup>8</sup>

Andiamo ad enunciare alcune di queste cause:

- Separazione tra proprietà e controllo: la separazione della proprietà dal controllo nelle grandi organizzazioni porta alla perdita di un adeguato monitoraggio da parte dei proprietari sui manager, dove i manager utilizzano la propria gestione del business per il loro scopo privato, ossia per massimizzare il loro benessere.

---

<sup>8</sup> CHOWDHURY D. *Incentives, control and development: Governance in private and public sector with special reference to Bangladesh*. Dhaka: Viswavidyalay Prakashana Samstha. (2004)

- **Condivisione del rischio:** le parti coinvolte nelle organizzazioni hanno diverse percezioni del rischio e lottano per riconciliarsi con le loro decisioni. Questo conflitto nasce tra proprietari e manager e proprietari e creditori
- **Durata della partecipazione:** i dirigenti lavorano per le organizzazioni per un periodo limitato, a differenza dei proprietari. Di conseguenza, gli agenti cercano di massimizzare i loro benefici nel l'ambito della loro limitata durata e poi fluiscono verso un'altra impresa
- **Guadagni limitati:** sia i dirigenti che i creditori dell'impresa sono i principali portatori di interessi dell'impresa, ma posseggono dei guadagni limitati in quanto i dirigenti sono preoccupati per il loro risarcimento, mentre i creditori cercano solo l'importo degli interessi.
- **Processo decisionale:** gli azionisti di maggioranza prendono le decisioni nelle imprese a causa di diritti di voto elevati, mentre gli azionisti di minoranza passano in secondo piano.
- **Asimmetria informativa:** i manager si occupano dell'azienda e sono consapevoli di tutte le informazioni relative al business, mentre i proprietari dipendono dai manager per ottenere le informazioni. Quindi le informazioni non possono raggiungere i proprietari esattamente nello stesso modo.
- **Utili non distribuiti:** i proprietari di maggioranza prendono la decisione di trattenere gli utili dell'azienda per i progetti rischiosi redditizi futuri invece di

distribuire i profitti come dividendi a tutti gli azionisti. A causa di ciò gli azionisti di minoranza perdono i loro guadagni.

- Azzardo morale: esso si verifica quando una persona o un'organizzazione isolata dal rischio si comporta in modo diverso da come si comporterebbe se fosse pienamente esposta al rischio. Nel nostro caso, l'azzardo morale nasce perché manager e proprietari hanno obiettivi diversi.<sup>9</sup>

### **II. 3 RIMEDI AI CONFLITTI D'AGENZIA E RELATIVI COSTI**

Al fine di eliminare o prevenire un possibile conflitto d'agenzia, e le eventuali conseguenze, esistono diverse misure che gli azionisti possono adottare per essere fiduciosi delle decisioni che i manager prendono in conformità con i loro interessi.

I meccanismi più conosciuti sono:

- Proprietà manageriale: la concessione di azioni agli agenti aumenta la loro affiliazione all'impresa. Da questo, l'interesse dei proprietari e quello dei manager si allineano.

- Sistema di compensazioni: una revisione periodica delle retribuzioni e un'adeguato pacchetto di incentivi possono motivare i manager a lavorare di più per migliorare le prestazioni dell'impresa aiutando così i proprietari a massimizzare la propria ricchezza.

---

<sup>9</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency...* p. 82

- Consiglio di amministrazione: l'introduzione di un numero maggiore di amministratori esterni e indipendenti nel consiglio di amministrazione può aiutare a osservare le azioni dei manager contribuendo a garantire l'allineamento degli interessi tra i proprietari e i manager.<sup>10</sup>

Tutto ciò comporta, al tempo stesso, dei costi, i cosiddetti costi d'agenzia. I costi di agenzia vengono definiti come quei costi interni che si verificano a causa del disallineamento di interessi tra l'agente e il principale. Essi comprendono il costo di esaminare e ingaggiare un agente adatto, la raccolta di informazioni per fissare le prestazioni standard, il monitoraggio delle azioni dell'agente, i cosiddetti "bonding costs" e le perdite dovute alle decisioni errate degli agenti.

Secondo Jensen e Meckling i costi d'agenzia sono la somma di tre sottotipi di costi: i costi di monitoraggio, i "bonding costs" e la perdita residua.<sup>11</sup>

I costi d'agenzia possono essere ridotti monitorando gli sforzi e le azioni che il manager compie e intervenendo quando gli atteggiamenti del manager non vanno di pari passo con ciò che il proprietario richiede. Esso può confermare quanto il manager stia dando peso al suo lavoro, ma, allo stesso tempo, richiede tempo e denaro.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> *Appunti di Corporate Finance*

<sup>11</sup> JENSEN M., & MECKLING, W. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), (1976) pp. 305–360

<sup>12</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition. McGraw-Hill Higher Education (2013) p. 298

Il costo del monitoraggio comporta il costo associato al monitoraggio e alla valutazione delle prestazioni del manager nell'impresa. Le varie spese coperte dal costo di monitoraggio sono il pagamento per la sorveglianza, la compensazione e la valutazione del comportamento dell'agente.<sup>13</sup> Nelle grandi aziende i proprietari nominano il consiglio di amministrazione per monitorare i manager; quindi il costo di mantenimento di un consiglio è anche considerato un costo di monitoraggio.<sup>14</sup> Il costo di monitoraggio comprende anche le spese di assunzione e di formazione e sviluppo per i dirigenti.

L'attenta sorveglianza dei proprietari sui manager fa lavorare quest'ultimi secondo l'interesse dei proprietari, altrimenti gli stessi manager dovranno sostenere i costi di monitoraggio. Questo fa sì che si vengano a creare strutture che vedrà agire i manager nell'interesse superiore dell'azionista o compensare loro in caso i primi non siano in grado di farlo. Essi sono a carico dell'agente, ma non sono sempre finanziari. Possono includere, ad esempio, il costo delle informazioni supplementari comunicate agli azionisti. I costi di monitoraggio e i "bonding costs" vanno nella direzione opposta, dove il "bonding cost" aumenta si registra un calo dei costi di monitoraggio.

Il conflitto di interessi tra azionisti e dirigenti si traduce in un altro problema, ossia che la decisione presa dai dirigenti non è allineata con l'obiettivo dei

---

<sup>13</sup> B. PANDA, N.M. LEEPSA. *Agency...* p. 83

<sup>14</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles...* p. 298

proprietari, massimizzare la ricchezza. Queste decisioni gestionali inefficienti portano ad una perdita conosciuta come la perdita residua.

Williamson (1988) ha chiarito che la perdita residua è la componente chiave del costo dell'agenzia, la quale dovrebbe essere ridotta dai principali.<sup>15</sup> Per ridurre la perdita residua, i proprietari incorrono in costi di monitoraggio e “bonding costs”. Di conseguenza, tali costi sono diventati dei veri e propri costi irriducibili dell'azienda.

---

<sup>15</sup> WILLIAMSON *Corporate finance and corporate governance*. Journal of Finance, 43(3), (1988) 567–591

# PERFORMANCE E CONFLITTI D'AGENZIA

## III. 1 LA RETRIBUZIONE MANAGERIALE CONNESSA ALLA PERFORMANCE AZIENDALE

Come già ripetuto più volte nei capitoli precedenti, può accadere che i manager, pur di salvaguardare i propri interessi, lascino in secondo piano l'obiettivo stabilito dai portatori di interessi dell'azienda (proprietari, creditori, etc..) quale, la massimizzazione dei profitti aziendali. Per evitare che gli interessi dei manager si distacchino da quelli dei suoi superiori, causando perciò conflitti, vengono affidati ai primi dei pacchetti di retribuzioni il cui valore dipende dalla performance dell'azienda. Parte del compenso salariale viene , così, sostituito da questi pacchetti che possono riguardare: stock options, restricted stock, performance shares.<sup>1</sup>

Per restricted stock si intende l'assegnazione di stock, in tal caso, al manager, soggetto a condizioni che devono essere soddisfatte prima che egli possa esercitare il diritto di trasferire o vendere lo stock. Alcune delle condizioni possono includere l'occupazione (della posizione di lavoro) continuata per un

---

<sup>1</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition, McGraw-Hill Higher Education (2013) p. 302

periodo di tempo definito, gli obiettivi di utili per azione, o altri obiettivi prestabiliti riguardo la performance finanziaria.<sup>2</sup>

Le performance shares sono allocazioni di titoli aziendali assegnati ai manager solo se sono soddisfatti determinati criteri di performance a livello aziendale, come gli obiettivi di utile per azione. Le performance share hanno lo scopo di guidare il management di una società a dare priorità alle attività che hanno un impatto positivo sul valore aziendale.<sup>3</sup>

Le stock option danno ai manager il diritto (e non l'obbligo) di acquistare titoli azionari dell'azienda in un giorno futuro prestabilito e ad un prezzo fisso anche esso prestabilito. Se l'azienda risulta avere una buona performance e, così, il prezzo degli stock cresce, allora il manager può esercitare il diritto di acquisto e guadagnare sulla differenza tra il prezzo corrente dello stock e il prezzo d'esercizio. Se, invece, il prezzo dello stock scende, l'option non verrà esercitata e ciò rappresenterebbe, oltre che una perdita aziendale, anche un mancato guadagno per i manager.<sup>4</sup> Ciò fa sì che il manager si comporti nell'interesse generale e per il benessere aziendale.

Oltre a queste tre già citate, esistono altre forme di incentivi:

---

<sup>2</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/restricted-stock/>

<sup>3</sup> [https://www.investopedia.com/terms/p/performanceshares.asp#:~:text=Performance%20shares%20\(as%20a%20form,as%20earnings%20per%20share%20targets.](https://www.investopedia.com/terms/p/performanceshares.asp#:~:text=Performance%20shares%20(as%20a%20form,as%20earnings%20per%20share%20targets.)

<sup>4</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles...* p. 303

- Piano di incentivazione annuale, piano retributivo che premia il raggiungimento di risultati specifici. I premi di solito sono legati ai risultati attesi identificati all'inizio del ciclo di performance.
- Piano di bonus discrezionale, piano in cui la direzione determina l'entità del livello di bonus e gli importi da assegnare ai singoli dopo un periodo di performance. Questo piano non ha una formula predeterminata e non è garantito.
- Premi spot, speciali contributi assegnati dopo un progetto o incarico
- Piano di partecipazione agli utili, piano attraverso il quale vengono condivisi gli utili dell'organizzazione. Il piano comprende di norma una formula predeterminata e definita per la ripartizione degli utili tra i partecipanti e per la distribuzione dei fondi accumulati nell'ambito del piano.
- Bonus di ritenzione, pagamento o ricompensa, al di fuori dello stipendio regolare, offerto come incentivo per mantenere una persona chiave sul posto di lavoro durante un ciclo di lavoro particolarmente cruciale.
- Bonus di progetto, forma di compensazione aggiuntiva per completare con successo un progetto entro un certo lasso di tempo.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup><https://www.shrm.org/resourcesandtools/tools-and-samples/toolkits/pages/designingincentivecompensation.aspx>

### III. 2 MISURAZIONE DELLA PERFORMANCE AZIENDALE

La retribuzione basata sui titoli aziendali, se da una parte presenta un grande vantaggio in quanto la massimizzazione del valore dell'azienda da benefici sia ai portatori di interessi sia ai manager stessi, dall'altra ha delle imperfezioni. Gli incentivi, infatti, potrebbero portare i manager a comunicare ai mercati informazioni false notizie sull'andamento aziendale o a manipolare le informazioni al fine di aumentare il prezzo dei titoli aziendali. I manager, inoltre, tenderanno ad investire in progetti rischiosi in vista di un maggiore ritorno, ma, per contro, esso potrebbe generare una perdita sia per gli stessi manager che per i proprietari. Un altro contro è che il prezzo degli stock non dipende solo da quanto i manager abbiano svolto bene il loro lavoro, ma, anche, dal rischio di mercato che è imprevedibile. Infine, siccome i prezzi dei titoli aziendali dipendono dalle aspettative degli investitori rispetto ai guadagni futuri, i tassi di ritorno dipendono dalla performance dell'azienda rispetto queste aspettative.<sup>6</sup>

Per valutare se le decisioni prese dal management sono sia efficienti che etiche, la performance viene misurata attraverso un approccio contabile. Attraverso questo approccio l'azienda può valutare il manager in base a fattori controllabili che sono i componenti dell'organizzazione di cui egli è responsabile e che può controllare

---

<sup>6</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles...* p. 303

come i ricavi, i costi, l'approvvigionamento di beni a lungo termine e altri possibili fattori.<sup>7</sup>

L'approccio contabile per misurare la performance aziendale presenta due vantaggi:

- 1) Tiene conto della performance assoluta e non della performance basata sulle aspettative degli investitori come nel caso dei titoli aziendali
- 2) Rende possibile la misurazione della performance dei "junior managers" la cui responsabilità è limitata a una singola divisione o impianto

Ciò che gli azionisti si aspettano dai manager non è l'investimento in progetti con tassi di ritorno positivi che, per certo, incrementano i guadagni, ma investimenti con NPV positivo ossia investimenti caratterizzati da un tasso di ritorno maggiore del costo del capitale.

Ci sono 2 metodi per calcolare se i tassi di ritorno dell'impianto sono maggiori del costo del capitale:

- **Net Return on Investment**

- **Economic Value Added (EVA)**

---

<sup>7</sup><https://opentextbc.ca/principlesofaccountingv2openstax/chapter/explain-the-importance-of-performance-measurement/>

Il 'Net Return on Investment' consiste nel calcolare la performance di un impianto comparando il suo ROI con il costo del capitale.<sup>8</sup>

Il ROI (Return on Investment) è un coefficiente finanziario che misura il vantaggio ottenuto da un investimento. Ci sono diverse vie per calcolare questo rapporto. La formula generale per il calcolo del ROI di un'impresa è dividere il reddito netto della società per un periodo, per il capitale investito. Dove il termine "capitale investito" non ha una definizione universalmente o uniformemente accettata. A volte è definito come capitale proprio dei proprietari. Altre definizioni includono il debito a lungo termine della società. Un altro modo per calcolare il ROI è dividendo il suo reddito al netto delle imposte per il suo patrimonio netto.<sup>9</sup> Perciò,

**Net Return on Investment = ROI – costo del capitale**

Il secondo metodo si riferisce a una stima del profitto economico di un'impresa, valore creato in eccesso rispetto al rendimento richiesto dagli azionisti della società, dove l' EVA indica il profitto guadagnato dall'impresa meno il costo di finanziamento del capitale dell'impresa.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles...* pp. 303-304

<sup>9</sup> <https://www.inc.com/encyclopedia/return-on-investment-roi.html>

<sup>10</sup> *Appunti di Corporate Finance*

### **EVA = profitto guadagnato – capitale richiesto**

dove il capitale richiesto può essere calcolato dal prodotto tra costo del capitale e investimento.

L'idea principale è che gli azionisti guadagnano quando il rendimento del capitale impiegato è superiore al costo di tale capitale.<sup>11</sup>

Perciò, EVA positivo implica che la società registra un profitto reale in eccesso, guadagnato dopo aver detratto il costo degli investimenti dall'utile netto. Al contrario, un EVA negativo implica che l'utile netto non è sufficiente a coprire il costo dell'investimento da parte degli investitori, registrando così una perdita.<sup>12</sup>

Isa e Lo (2001) avevano identificato le aziende con EVA positivo come creatrici di ricchezza, mentre quelle con EVA negativo come distruttori di ricchezza.<sup>13</sup>

Da un punto di vista della performance, le aziende con EVA positivo godono di buoni rendimenti contabili e di posizioni di mercato migliori. Ciò sta a significare che l'azienda è ben organizzata nel selezionare investimenti con un alto tasso di rendimento che eccede i rendimenti attesi dagli investitori.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles...* p. 305

<sup>12</sup> ISSHAM I. *The ability of EVA (Economic Value Added) attributes in predicting company performance.* African Journal of Business Management Vol. 5(12), (2011) p. 4994

<sup>13</sup> ISA M. LO W. *Economic Value-Added in the Malaysian Listed Companies: A Preliminary Evidence.* Capital Mark. Rev., 9(1& 2): 83 (2001)

<sup>14</sup> ISSHAM I. *The ability of EVA (Economic Value Added) attributes in predicting company performance.* African Journal of Business Management Vol. 5(12), (2011) p. 4994

In conclusione, se la remunerazione del manager è legata ai suoi apporti al benessere della società, è sempre meglio considerare l' EVA che ogni altro indice contabile il quale non tiene conto del costo del capitale impiegato.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> BREAKLEY R. MYERS S. & ALLEN F. *Principles...* p. 307

## CONCLUSIONI

Il presente studio si è posto l'obiettivo di analizzare, approfonditamente, i conflitti che intercorrono all'interno delle aziende, ponendo l'accento sui manager e i proprietari per poi spiegare come gli incentivi manageriali connessi alla performance aziendale possano fungere da meccanismo risolutore di tali divergenze, ma, al tempo stesso, da ostacolo alla misurazione della performance stessa.

Dopo una piccola parentesi sul modello teorico di azienda e una disamina sulle considerazioni che i diversi studiosi citati hanno fatto riguardo tale, sono stati posti in esame i diversi tipi di conflitti d'agenzia, il fulcro dell'elaborato.

Il primo conflitto, a cui è stata poi posta maggiore attenzione, è quello tra il principale e il manager che si ha quando il manager, per conto del suo stesso interesse, non adempie alle direttive della proprietà. Vengono, successivamente, descritti i conflitti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza caratterizzati da un potere decisionale diverso e i quelli tra proprietari e creditori.

Diverse sono le cause di tali conflitti, tra le più importanti abbiamo:

la separazione tra proprietà e controllo e l'asimmetria informativa che agevolano il comportamento self-serving del manager e, quindi, una più autonomia nei

confronti della proprietà; il processo decisionale; la condivisione del rischio tra proprietari e manager e tra proprietari e creditori; la moral hazard che sottolinea la differenza di comportamento tra soggetti esposti al rischio (proprietari) e soggetti isolati dal rischio (manager).

Negli anni, l'incentivarsi di questa serie di problematiche, ha condotto gli azionisti a sviluppare dei meccanismi di risoluzione, tra cui la concessione di azioni e di incentivi con lo scopo motivare i manager a lavorare nel benessere dell'impresa e l'introduzione dei consigli di amministrazione per una più attenta sorveglianza dei manager. Tutto ciò comporta, al tempo stesso, dei costi, i cosiddetti costi d'agenzia, descritti da Jensen e Meckling come: i costi di monitoraggio, i "bonding costs" e la perdita residua.. Questi si presentano interconnessi tra loro, ad esempio, per ridurre la perdita residua la proprietà incorre in costi di monitoraggio e in 'bonding costs'.

Dopo questo ampio discorso sul tema dei conflitti, l'ultima parte dell'elaborato vede trattata la tematica del rapporto tra i conflitti e la performance aziendale.

In particolare, nella prima parte, il discorso viene incentrato sulla figura del manager e su come la retribuzione manageriale connessa alla performance dell'azienda possa fungere da incentivo per i manager stessi a comportarsi e a lavorare negli interessi aziendali, così da poter massimizzare oltre

che i profitti aziendali anche quelli propri. Vengono, così, elencati pacchetti di retribuzioni costituiti da options e shares direttamente proporzionali al benessere dell'impresa.

La seconda parte, invece, si apre con una critica riguardo questi incentivi precedentemente descritti i quali potrebbero portare i manager a comunicare ai mercati informazioni false notizie sull'andamento aziendale, alterando il valore reale del benessere aziendale. La performance aziendale viene, così, misurata usando un approccio contabile, basandosi su dati perfettamente controllabili.

Abbiamo visto, perciò, come un approccio contabile sia più valido rispetto a un approccio basato sulle aspettative future degli investitori, ma non si può considerare una regola generale. Sono presenti realtà, come le start up, dove ci sono grandi esborsi di capitale e bassi o negativi guadagni nei primi tempi. Ciò comporta indici contabili negativi anche se il progetto si presenta di valore negli anni a venire. Questo è proprio un problema dell'uso dei dati contabili poiché considera spese quelli che sono investimenti, facendo apparire quella che, in realtà, è una promettente azienda, come distruttrice di valore.

## BIBLIOGRAFIA

ALCHIAN A. & DEMSETZ H. *Production, information costs, and economic organization*. The American Economic Review, 62(5), (1972) pp. 777–795.

Appunti di Corporate Finance

BERLE A. & MEANS G. *The modern corporation and private property*. New York, NY: Macmillan. (1932)

B. PANDA N.M. LEEPSA. *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives*. Indian Journal of Corporate Governance 10(1) (2017) pp. 74–95

BREAKLEY R., MYERS S. & ALLEN F. *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition. McGraw-Hill Higher Education (2013)

CHOWDHURY, D. *Incentives, control and development: Governance in private and public sector with special reference to Bangladesh*. Dhaka: Viswavidyalay Prakashana Samstha. (2004)

DAMODARAN A. *Corporate finance*. New York, NY: John Wiley (1997)

DEMSETZ H. & LEHN K. *The structure of corporate ownership: Causes and consequences*. Journal of Political Economy, 93(6), (1985) pp. 1155–1177

EISENHARDT K. M. *Agency theory: An assessment and review*. Academy of Management Review, 14(1), (1989) pp. 57–74

FAMA E. & JENSEN M. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, 26(2), (1983) pp. 301–325

GROSSMAN S. & HART O. *An analysis of the principal–agent problem*. Econometrica, 51(1), (1983) pp. 7–45

ISA M, LO W. *Economic Value-Added in the Malaysian Listed Companies: A Preliminary Evidence*. Capital Mark. Rev., 9(1& 2): 83 (2001)

ISSHAM I. *The ability of EVA (Economic Value Added) attributes in predicting company performance*. African Journal of Business Management Vol. 5(12), (2011) pp. 4993-5000

JENSEN M. & MECKLING W. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3(4), (1976) pp. 305–360.

ROSS S. *The economic theory of agency: The principal’s problem*. American Economic Review, 63(2), (1973) pp. 134–139.

SEN A. *The standard of living*. Cambridge: Cambridge University Press. (1987)

SMITH A. *The wealth of nations*. Edited by Edwin Cannan, 1904. New York, NY: Modern Library (1937[1776]).

WILLIAMSON, O. E. *The economic institutions of capitalism*. New York, NY: Free Press (1985)

WILLIAMSON. *Corporate finance and corporate governance*. Journal of Finance, 43(3), (1988) pp. 567–591.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/restricted-stock/>

[https://www.investopedia.com/terms/p/performance%20shares%20\(as%20a%20form,as%20earnings%20per%20share%20targets.](https://www.investopedia.com/terms/p/performance%20shares%20(as%20a%20form,as%20earnings%20per%20share%20targets.)

<https://www.inc.com/encyclopedia/return-on-investment-roi.html>

<https://opentextbc.ca/principlesofaccountingv2openstax/chapter/explain-the-importance-of-performance-measurement/>

<https://www.shrm.org/resourcesandtools/tools-and-samples/toolkits/pages/designingincentivecompensation.aspx>