



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum amministrazione, finanza e controllo

I CONFLITTI DI AGENZIA FRA MANAGER E AZIONISTI: CARATTERISTICHE,
EFFETTI E MODALITÀ DI RISOLUZIONE

AGENCY CONFLICTS BETWEEN MANAGERS AND SHAREHOLDERS:
CHARACTERISTICS, EFFECTS, AND HOW TO RESOLVE THEM

Relatore: Chiar.mo

Tesi di Laurea di:

Prof. Oscar Domenichelli

Tommaso Lilliù

Anno Accademico 2021 – 2022

INTRODUZIONE.....	2
CAPITOLO 1: I CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI: CARATTERISTICHE ED EFFETTI	4
1.1 I conflitti di agenzia: un quadro generale.....	4
1.1.1. I conflitti di agenzia del capitale di debito	11
1.1.2. I conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza e di maggioranza.....	14
1.2 Le caratteristiche dei conflitti di agenzia tra manager e azionisti.....	17
1.3 Gli effetti dei conflitti di agenzia tra manager e azionisti sulle principali dinamiche aziendali.....	19
1.3.1. Gli effetti sugli obiettivi aziendali.....	19
1.3.2. Gli effetti sull'attitudine al rischio.....	20
1.3.3. Gli effetti sull'approccio aziendale all'internazionalizzazione.....	23
1.3.4. Gli effetti sulla creazione del valore aziendale.....	24
1.4 L'impatto dei conflitti di agenzia tra manager e azionisti nelle PMI e nelle imprese familiari.....	29
1.4.1. I conflitti dell'equity nelle PMI.....	29
1.4.2. I conflitti dell'equity nelle imprese familiari.....	31
CAPITOLO 2: MODALITÀ DI RISOLUZIONE DEI CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI ..	35
2.1 Le caratteristiche della corporate governance	35
2.2 Le determinanti della struttura del consiglio di amministrazione.....	40
2.2.1. Aspetti generali del funzionamento del consiglio di amministrazione.....	40
2.2.2. La dimensione del consiglio di amministrazione	43
2.2.3. La composizione del consiglio di amministrazione.....	44
2.3. Le attività di monitoraggio e di bonding.....	57
2.3.1. Le attività di monitoraggio.....	57
2.3.2. Le attività di bonding.....	62
2.4. Gli incentivi manageriali.....	64
2.4.1. Gli incentivi manageriali: considerazioni introduttive.....	64
2.4.2. Gli incentivi connessi alle performance aziendali.....	65
2.4.3. L'assegnazione ordinaria delle azioni ai dirigenti	68
2.4.4. Le stock options.....	70
2.4.5. Gli incentivi manageriali: alcune contestazioni sulla loro utilità.....	73
2.5. Le scelte di struttura finanziaria: i vantaggi del ricorso al capitale di debito.....	75
CONCLUSIONI.....	83
Riferimenti bibliografici.....	87

INTRODUZIONE

Tra i temi affrontati dalla finanza aziendale e ancora dibattuti, una questione particolarmente importante è quella dei conflitti di agenzia che si creano tra alcuni gruppi di portatori di interessi (stakeholders) nei confronti di un'impresa.

I conflitti di agenzia identificano due soggetti, chiamati principale e agente, che sono connessi attraverso un rapporto chiamato relazione di agenzia; in base a quali sono i soggetti di questa relazione possiamo distinguere tre tipologie di conflitti: i conflitti di agenzia del capitale proprio (che avvengono fra azionisti e i dirigenti d'azienda), i conflitti di agenzia del capitale di debito (che avvengono tra creditore dell'azienda e azionisti), i conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

Il presente elaborato si concentra sulla prima tipologia di questi conflitti, ovvero i conflitti di agenzia del capitale proprio (o conflitti dell'equity), che possono verificarsi in tutte le aziende in cui la funzione di proprietà e la funzione di gestione sono separate; tali conflitti riguardano la problematica dell'osservabilità dei comportamenti opportunistici dei dirigenti da parte degli azionisti, comportamenti che possono generare ripercussioni negative sull'attività aziendale.

Lo scopo di questo lavoro è quello di valutare se questa tipologia di conflitti può essere gestita: vengono, pertanto, valutate le possibili soluzioni per la risoluzione dei conflitti del capitale proprio, al fine di esaminare quali possono essere le misure migliori da applicare per riuscire a gestire in maniera efficace ed efficiente i contrasti insorti fra managers ed azionisti.

La volontà espressa dall'elaborato è, quindi, quella di focalizzarsi su tutte le dinamiche di corporate governance in cui si possono presentare queste tipologie di conflitti, per cui, verranno considerate esclusivamente le realtà aziendali in cui le funzioni di proprietà e di controllo sono divise fra soggetti differenti.

Il lavoro è interessato a dimostrare la validità delle supposizioni di finanza aziendale, concentrandosi inizialmente su quei concetti teorici che presentano un'esposizione dettagliata dei conflitti fra managers e azionisti, andando poi, a identificare e valutare le possibili soluzioni proposte per la risoluzione di questi contrasti.

Questo lavoro è pertanto strutturato in due capitoli: il primo capitolo è incentrato essenzialmente sull'esposizione teorica dei conflitti di agenzia tra azionisti e manager, in termini di caratteristiche ed effetti; il secondo capitolo è, invece, concentrato sugli strumenti proposti per risolvere tali conflitti.

Il primo capitolo ha come obiettivo quello di presentare in maniera esaustiva i conflitti di agenzia del capitale proprio, aspirando a procurare un'informativa chiara e completa su questa problematica aziendale, così da identificare le motivazioni per cui la loro risoluzione dovrebbe essere sempre considerata una priorità aziendale; per tale motivo, questo argomento viene introdotto da un quadro generico dei conflitti di agenzia, che include le definizioni teoriche degli altri due tipi di conflitti: i conflitti del capitale di debito e i conflitti fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza; successivamente, il capitolo presenta un elenco dettagliato degli effetti principali dei conflitti dell'equity sulla realtà aziendale: gli effetti che i conflitti di questo tipo hanno sugli obiettivi aziendali, sull'attitudine al rischio, sulla creazione del valore aziendale, e quindi sulla performance aziendale, senza trascurare gli effetti che si hanno nell'approccio all'internazionalizzazione; in seguito, il primo capitolo è volto ad illustrare l'impatto dei conflitti del capitale proprio all'interno di due specifiche realtà aziendali: le piccole – medie imprese (PMI) e le imprese familiari.

Il secondo capitolo si concentra, invece, sulla valutazione di tutti gli strumenti con cui questi conflitti si potrebbero risolvere: le attività di bonding dei manager, ovvero tutte quelle attività che vogliono ridurre la perdita di valore aziendale attraverso previsioni contrattuali che possono prevedere forme di penalizzazione o di risarcimento; le attività di monitoraggio degli azionisti attraverso il consiglio di amministrazione, andando a definire la separazione dei poteri nelle dinamiche di Corporate Governance, per poi passare a chiarire le principali determinanti della struttura del consiglio di amministrazione; gli incentivi manageriali, i quali possono tradursi in vari strumenti: gli incentivi connessi alla performance aziendale, e quelli legati alle assegnazioni di quote aziendali ai managers, attraverso sia assegnazione ordinaria, che stock options; viene infine trattata la soluzione riguardante la migliore scelta di struttura finanziaria da adottare per risolvere i conflitti dell'equity, descrivendo, in tal senso, i vantaggi positivi che possono scaturire da un maggiore ricorso al capitale di debito.

Per la stesura di questo lavoro sono state utilizzate come fonti delle pubblicazioni che hanno per oggetto la finanza aziendale, principalmente articoli pubblicati all'interno di varie riviste scientifiche a carattere finanziario come *"The Journal of Finance"*, *"Journal of Corporate Finance"*, *"The Financial Review"*, *"Journal of Financial Economics"*.

Si sottolinea come questo elaborato abbia comunque alcune lacune: le argomentazioni trattate non provengono da una ricerca empirica, bensì si limitano ad analizzare i conflitti di agenzia per come vengono proposti in letteratura. In tal senso, si specifica come la letteratura più recente non sia stata in grado di fornire degli strumenti innovativi per la risoluzione dei conflitti rispetto a quelli già illustrati dalle pubblicazioni meno recenti; in altre parole, occorre evidenziare come non vi è stata la possibilità di trattare nuove soluzioni proposte ai conflitti, bensì saranno considerati dei nuovi approcci nell'utilizzo degli strumenti già noti da tempo.

In conclusione, questo lavoro vorrebbe rappresentare in modo critico e analitico gli studi di finanza aziendale per quanto concerne l'argomento dei conflitti di agenzia che intercorrono fra managers ed azionisti, al fine poi di esaminare le principali modalità di gestione dei conflitti stessi, così da minimizzarne gli impatti negativi recati alle aziende.

CAPITOLO 1

I CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI: CARATTERISTICHE ED EFFETTI

1.1. I CONFLITTI DI AGENZIA: UN QUADRO GENERALE

Tra i vari studi che riguardano la disciplina della finanza aziendale, un particolare rilievo viene dato alla tematica dei conflitti di agenzia.

La teoria dell'agenzia (o agency theory) nasce negli anni '70 e si sviluppa con l'obiettivo di indagare le modalità organizzative che caratterizzano i rapporti interni a determinati enti organizzativi, tra cui le imprese.¹

La teoria dell'agenzia si mostra particolarmente influente negli studi economici, la teoria è stata infatti utilizzata da studiosi di contabilità, marketing, finanza, scienze politiche, scienze organizzative e scienze sociologiche.²

Nonostante la teoria dell'agenzia sia stata anche soggetta a varie critiche (come Perrow nel 1986), sono vari gli autori che supportano l'utilità di questa teoria: Eisenhardt (1989), per esempio, sostiene che le idee della teoria dell'agenzia su concetti come il rischio, l'incertezza dei risultati, gli incentivi, e i sistemi informativi, rappresentano dei contributi innovativi al pensiero organizzativo, e che la teoria dell'agenzia, in particolare se abbinata a delle prospettive teoriche complementari, è supportata dall'evidenza empirica.³

La teoria dell'agenzia riesce efficacemente a mettere a fuoco il concetto di rapporto di agenzia: tale rapporto si verifica quando un soggetto, detto principale, delega ad un altro soggetto, detto agente, il potere discrezionale di svolgere per proprio conto e nel proprio interesse un determinato compito, sulla base di competenze specifiche che lo stesso agente possiede.⁴

La relazione di agenzia, secondo Ross (1973), è una delle più antiche e frequenti modalità codificate di interazione sociale, che emerge in ogni ambito professionale in cui un soggetto principale delega la sua rappresentanza ad un soggetto agente: tali ambiti si possono ritrovare in un contesto aziendale (dove il soggetto principale è il datore di lavoro ed il soggetto agente è il lavoratore), oppure negli ordinamenti nazionali (in cui lo Stato rappresenta il soggetto principale ed il governo rappresenta il soggetto agente).⁵

La teoria dell'agenzia si pone come obiettivo quello di risolvere due problematiche che possono verificarsi all'interno delle relazioni di agenzia: il primo problema è denominato conflitto di agenzia (detto anche problema di agenzia), mentre il secondo problema è rappresentato dalla condivisione del rischio fra principale e agente.⁶

¹ Shapiro S.P., *Agency Theory*, Annual Review of Sociology, Volume 31, 2005, p. 269.

² Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 57.

³ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

⁴ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 p. 308.

⁵ Ross, S.A., *The economic theory of agency: the principal's problem*, American Economic Review, Volume 63, Numero 2, 1973, p. 134.

⁶ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

Il problema dell'agenzia si presenta in tutti i casi in cui vi sono delle discrepanze fra gli obiettivi del principale e quelli dell'agente, ed in tutti i casi in cui vi sono per il principale delle difficoltà (economiche e non) di verifica dell'operato dell'agente;⁷ il problema della condivisione del rischio si presenta in tutti i casi in cui il principale e l'agente hanno atteggiamenti diversi nei confronti dell'attitudine al rischio.⁸

L'agente, in tutti i casi in cui i suoi interessi sono differenti rispetto a quelli del principale, sarà maggiormente predisposto ad esercitare i suoi poteri per perseguire i propri interessi rispetto agli interessi del principale; quest'ultimo, d'altro canto, potrebbe avere delle difficoltà a controllare l'operato degli agenti, a causa della presenza delle asimmetrie informative: le asimmetrie informative emergono in tutte le situazioni in cui l'agente dispone di informazioni che non sono disponibili per il principale, creando un vantaggio informativo a favore dell'agente; e, nello specifico, le asimmetrie informative tendono a crearsi quando gli agenti hanno conoscenze più specializzate rispetto ai mandanti per quanto riguarda l'esecuzione dei compiti e un alto livello di discrezionalità manageriale.⁹

Il rapporto d'agenzia si è sviluppato, secondo Eisenhardt (1989), attraverso due filoni: un primo filone viene denominato "positivista", mentre il secondo filone è definito principale – agente (o "principal - agent"); entrambi questi filoni risultano non essere due approcci contrastanti, al contrario possono essere visti come strumenti complementari, in quanto hanno in comune lo stesso oggetto di analisi: il rapporto contrattuale tra la parte "principale" e la parte "agente"; infatti, queste due correnti condividono ipotesi comuni su: persone, organizzazioni, e informazioni; mentre si differenziano per il loro rigore matematico, per le variabili dipendenti e per il registro linguistico utilizzato.¹⁰

Iniziando dalla corrente positivista, gli autori facenti parte di essa si sono concentrati sull'identificazione di tutte quelle situazioni in cui è probabile che si verifichino delle discrepanze tra gli obiettivi dei principali e gli obiettivi degli agenti; il fine di tale corrente è quello di limitare il comportamento opportunistico dell'agente attraverso l'attivazione di adeguati meccanismi di governance.¹¹

Per quanto riguarda la corrente "positivista", il primo dei contributi principali è sicuramente quello di Jensen e Meckling del 1976, denominato "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", contributo che ha fornito numerosi spunti di interesse per la relazione di agenzia, e che si può considerare uno dei più influenti (se non il più influente) tra i lavori della corrente positivista.¹²

Jensen e Meckling, sviluppando un precedente lavoro di Fama e Miller del 1972, si inseriscono nel filone di studi legato alla separazione tra proprietà e controllo delle imprese.

I due autori spiegano come il loro contributo si differenzia dai precedenti, poiché i precedenti trattano la teoria dell'impresa solo da un punto di vista nominativo: Jensen e Meckling, infatti, considerano la

⁷ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

⁸ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

⁹ Si veda Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 679 che citano Gomez-Mejia L.R., & Balkin D.B., *Determinants of faculty pay: An agency theory perspective*, Academy of Management Journal, Volume 35, 1992, pp. 921-955.

¹⁰ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

¹¹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

¹² Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

teoria dell'impresa dei tempi come una "scatola vuota", in quanto gli autori, di quel periodo trattavano, piuttosto, teorie basate sui mercati in cui le imprese erano dei soggetti di primaria importanza.¹³

In generale, Jensen e Meckling avvertono l'assenza di una teoria che provi a spiegare come gli obiettivi conflittuali dei vari individui influenzassero il valore attuale delle imprese;¹⁴ allo stesso tempo, i due autori considerano complementari i contributi teorici che riguardano le relazioni dell'agenzia con i lavori che trattano invece dei diritti di proprietà, a differenza degli altri autori del periodo che consideravano questi due concetti teorici indipendenti.¹⁵

L'analisi di Jensen e Meckling, oltre a riuscire efficacemente a collegare assieme elementi della teoria di ben tre aree (aree concernenti le teorie dei diritti di proprietà, dei diritti dell'agenzia e della finanza), considera delle nuove implicazioni sulla letteratura di finanza aziendale, introducendo sotto una nuova ottica i concetti di: separazione tra proprietà e controllo, responsabilità sociale, obiettivo aziendale, determinazione di un capitale ottimale, analisi dei costi e valutazione del rischio.¹⁶

Jensen e Meckling trattano anche l'assetto proprietario dell'impresa, comprese le modalità con cui il possesso di azioni da parte dei dirigenti può allineare gli interessi dei proprietari e degli agenti;¹⁷ i due autori forniscono anche la definizione dei costi di agenzia: In quasi tutte le relazioni di agenzia, e nello specifico in tutti i rapporti in cui è previsto uno sforzo cooperativo, vi sono dei costi a carico sia del principale che dell'agente (costi pecuniari e non pecuniari), tali sono i costi di agenzia; nello specifico, Jensen e Meckling, considerano questi costi come la somma dei : i costi di monitoraggio del principale, i costi di bonding dell'agente e la perdita residuale.¹⁸

I costi di monitoraggio del principale sono tutti gli sforzi che il principale deve attuare per controllare il comportamento dell'agente, come ad esempio restrizioni del budget oppure specifiche regole operative.¹⁹

I costi di bonding si esplicitano attraverso previsioni contrattuali che possono riguardare limitazioni del potere decisionale degli agenti, oppure forme di penalizzazioni e di risarcimenti pecuniari in casi di illeciti o di cattiva condotta degli agenti;²⁰ tali costi vengono sostanzialmente sostenuti dagli stessi agenti per convincere i principali della loro buona condotta.²¹

¹³ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 pp. 306-307.

¹⁴ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 307.

¹⁵ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 308.

¹⁶ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 pp. 305-306.

¹⁷ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

¹⁸ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 308.

¹⁹ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 308.

²⁰ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 325.

²¹ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 308.

La perdita residuale è una caratteristica fondamentale dei costi di agenzia, in quanto gli altri costi sono sostenuti solo nella misura in cui producono riduzioni della perdita residuale.

Secondo Cattaneo (1999), la perdita residuale si riferisce al fatto che “comunque, anche in presenza di sistemi di monitoraggio e di vincoli contrattuali, l’attività oggetto della relazione di agenzia risulterà meno appetibile per il principale rispetto a quanto sarebbe in assenza di conflitti di interesse: si tratta in sostanza di costi dei conflitti di interesse ineliminabili attraverso i meccanismi di monitoring e bonding”.²²

Secondo Williamson (1988), poiché tutte queste caratteristiche sono evidenti ai potenziali acquirenti, chi acquista azioni pagherà solo per la performance prevista dell’impresa dopo aver tenuto conto dei costi di agenzia di queste tre tipologie: di conseguenza, l’impresa sopporterà l’intero effetto di ricchezza di questi costi attesi fintanto che il mercato azionario anticiperà questi effetti; l’insieme degli effetti di riposizionamento si riflette quindi negli allineamenti di incentivi ex ante.²³

Un secondo articolo che si è mostrato di importanza primaria per la corrente positivista, è quello di Fama del 1980, denominato “*Agency Problems and the Theory of the Firm*”.

In questo lavoro, Fama tratta dell’irrelevanza del concetto dell’impresa: secondo questo concetto, non è rilevante la proprietà dell’impresa, essendo questa solo l’insieme dei contratti che regolano le modalità con cui i fattori produttivi si uniscono assieme per generare i prodotti, e le modalità con cui i ricavi dei prodotti sono ripartiti tra i fattori; in quest’ottica è rilevante la proprietà dei fattori produttivi che vengono utilizzati per mettere in atto l’attività aziendale; da questo punto di vista, si può mettere a fuoco come il controllo sulle decisioni di un’impresa non è necessariamente appannaggio dei detentori di titoli azionari, in quanto questi possono subire pressioni da coloro che sono i proprietari del capitale e della tecnologia che sono utilizzati dall’impresa.²⁴

Il contributo di Fama ha, inoltre trattato il ruolo dell’efficienza dei mercati del capitale e del lavoro come meccanismi informativi per controllare il comportamento egoistico dei dirigenti;²⁵ inoltre, gli stessi manager possono sfruttare le loro informazioni per scegliere le aziende migliori.

Difatti, i dirigenti sono interessati ai meccanismi con cui verrà giudicata la loro performance, essi, pertanto, cercano informazioni sulla capacità del sistema di premiare i risultati; in un mercato del lavoro competitivo, quando il sistema di remunerazione dell’impresa non è adeguato alla performance, l’impresa può perdere i dirigenti, e solitamente, i primi a lasciare l’impresa sono quelli maggiormente desiderati dal mercato;²⁶ allo stesso tempo, gli azionisti sono in grado di licenziare i manager opportunisti e reperirne sul mercato dei nuovi.

Fama considera anche l’esistenza di un monitoraggio interno agli agenti stessi: nello specifico, oltre alla naturale esistenza di un monitoraggio messo in atto dai manager di livello più alto rispetto a quelli di livello più basso, vi è anche una forma di monitoraggio dei manager di livello più basso rispetto a quelli di livello più alto, i quali percepiscono la possibilità di ottenere ulteriori benefici scavalcando i dirigenti

²² Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 74 che cita Cattaneo M., *Manuale di finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999, p.581.

²³ Williamson O.E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, Volume 43, Numero 3, 1988, p. 572.

²⁴ Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, p. 290.

²⁵ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

²⁶ Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, p. 292.

di rango superiore che si sottraggono ai loro doveri o si rilevano meno competenti rispetto ai loro subordinati.²⁷

Fama e Jensen hanno poi lavorato assieme ad un terzo importante contributo alla visione positivista nel 1983, chiamato "*Separation of Ownership and Control*".

Questo contributo considera il processo decisionale degli agenti, identificandone quattro fasi:

1. avvio-generazione di proposte per l'utilizzo delle risorse e la strutturazione dei contratti;
2. ratifica - scelta delle iniziative decisionali da attuare;
3. attuazione - esecuzione delle decisioni ratificate; e
4. monitoraggio: misurazione delle prestazioni degli agenti decisionali e attuazione di ricompense.²⁸

La prima (avvio) e la terza (attuazione) fase del processo decisionale possono essere combinate sotto il termine "gestione delle decisioni"; anche la seconda (ratifica) e la quarta (monitoraggio) fase si possono accorpate sotto un unico termine, "controllo delle decisioni", in tal modo, il processo decisionale si può distinguere in due sfere: una di competenza dell'agente (gestione delle decisioni) e l'altra di competenza del principale (controllo delle decisioni).²⁹

Fama e Jensen hanno, inoltre, descritto il ruolo informativo che svolge il consiglio di amministrazione nel monitorare i comportamenti dei dirigenti (e che verrà approfondito nel secondo capitolo di questo elaborato).³⁰

In generale, la visione positivista fa un uso minore di un approccio matematico rispetto alla visione principale – agente, e si concentra quasi esclusivamente sulle relazioni di agenzia che si verificano all'interno delle grandi aziende pubbliche.³¹

In questa visione, l'impresa non è altro che un insieme di complesse relazioni (che si manifestano concretamente attraverso i contratti) che si stabiliscono tra la finzione giuridica (l'impresa), coloro che detengono i fattori della produzione (i proprietari di capitale, terra e lavoro), ed i clienti della finzione giuridica stessa.³²

La natura contrattuale mette a fuoco la problematica alla base della teoria dell'agenzia: l'impresa è un insieme coordinato di relazioni tra numerosi individui che hanno interessi in conflitto tra loro, poiché ognuno di loro ha un'utilità differente, che aspirano a massimizzare; si può raggiungere un equilibrio tra tutti gli interessi aziendale solo attraverso una contrattualizzazione (in forma esplicita o implicita) di tutte le relazioni che la compongono.³³

La corrente di studi principale-agente (o principal-agent), rispetto alla corrente positivista, si caratterizza per una maggiore focalizzazione del contratto stipulato tra il principale e l'agente: se la corrente

²⁷ Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, p. 293.

²⁸ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, p.303.

²⁹ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, p.304.

³⁰ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

³¹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 59.

³² Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 p. 311.

³³ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 pp. 311-312.

positivista pone le basi per questo discorso, identificando l'esistenza dei problemi di agenzia e verificando la possibilità di utilizzare delle alternative contrattuali, la corrente principale-agente indica l'alternativa contrattuale che viene ritenuta più efficiente in una determinata situazione.³⁴

L'approccio comune di questi studi è quello di utilizzare un sottoinsieme di variabili di agenzia (ad esempio la programmabilità del compito, i sistemi informativi e l'incertezza del risultato) per prevedere se un contratto è basato sui comportamenti dell'agente o bensì sui risultati che questo persegue: l'ipotesi di fondo è che i mandanti e gli agenti scelgano il contratto più efficiente, anche se l'efficienza stessa non viene testata direttamente.³⁵

In uno studio del 1985, Anderson ha analizzato l'integrazione verticale utilizzando una prospettiva di costi di transazione come variabili di agenzia: esaminando una scelta tra una rappresentante del produttore (scelta focalizzata sui risultati) e uno della forza vendita aziendale (scelta ispirata alla teoria dell'agenzia e basata sui comportamenti) di aziende di elettronica, si è affermata come variabile esplicativa migliore quella della forza vendita aziendale basata sui comportamenti.³⁶

Sempre nel 1985, Eccles ha utilizzato la teoria dell'agenzia per sviluppare un lavoro di riferimento per comprendere i prezzi di trasferimento; tale quadro di riferimento si basa sul legame tra il decentramento (probabilmente una misura della programmabilità dei compiti) e la scelta tra meccanismi di prezzi di trasferimento basati sui costi (con contratti basati sul comportamento), e sul mercato (con contratti basati sui risultati).³⁷

Attraverso due fasi di studi (il primo studio è del 1985, il secondo del 1988), Eisenhardt ha esaminato la scelta tra la retribuzione e la provvigione (basata sui risultati) e la scelta sul salario (basata sui comportamenti) dei venditori al dettaglio; i risultati hanno supportato le previsioni della teoria dell'agenzia secondo cui la programmabilità dei compiti, i sistemi informativi (misurati dall'ampiezza del controllo) e le variabili di incertezza dei risultati (misurati dall'ampiezza dal numero dei concorrenti e dai tassi di fallimento) predicono in modo significativo la scelta tra stipendio e provvigione.³⁸

In sintesi, le ipotesi proposte dal modello principale-agente che collegano la forma del contratto con i sistemi informativi, l'incertezza del risultato, la misurabilità del risultato, il tempo e la programmabilità del compito, sono supportate da ricerche che utilizzano vari metodi, tra cui questionari, fonti secondarie, esperimenti di laboratorio ed interviste.³⁹

³⁴ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 69.

³⁵ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 69.

³⁶ Si veda Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 69 che cita Anderson E., *The salesperson as outside of employee: A transaction cost analysis*, Marketing Science, Volume 4, 1985, pp. 234-254.

³⁷ Si veda Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 70 che cita Eccles R., *Transfer pricing as a problem of agency*, in J. Pratt & R. Zeckhauser (Eds.), *Principals and agents: The structure of business*, Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 151-186.

³⁸ Si veda Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 69-70 che cita Eisenhardt K.M., *Control: Organizational and economic approaches*, Management Science, Volume 31, 1985, pp. 134- 149, e che cita Eisenhardt K.M., *Agency and institutional explanations of compensation in retail sales*, Academy of Management Journal, Volume 31, 1988, pp. 488-511.

³⁹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 70.

Il modello principale-agente prevede un'attenta specificazione delle ipotesi, che viene poi seguita da una deduzione logica e da una dimostrazione matematica; essendo una teoria che fa maggiore uso di modelli matematici, la visione principale-agente si mostra meno accessibile, rispetto alla visione positivista, agli studiosi dell'organizzazione; infatti, i principali critici della teoria dell'agenzia si sono principalmente concentrati nell'attaccare la visione positivista (anche perché maggiormente conosciuta).⁴⁰

Rispetto agli autori della corrente positivista (che si sono concentrati quasi esclusivamente sul rapporto proprietario d'impresa – dirigente d'impresa), gli autori che fanno parte della corrente principale-agente hanno mostrato un'attenzione maggiore per le implicazioni teoriche generali.⁴¹

Dato che l'unità di analisi è il contratto che disciplina la relazione tra il principale e l'agente, la teoria dell'agenzia ambisce a determinare il contratto più efficiente per regolare la relazione stessa, considerando le ipotesi inerenti alle persone (come gli interessi personali, la razionalità limitata, l'avversione al rischio), alle organizzazioni (come i conflitti di obiettivi tra i membri delle organizzazioni) e alle informazioni (come l'insider trading).⁴²

Le principali critiche alla teoria dell'agenzia, provengono da Perrow (1986), il quale sostiene che la teoria dell'agenzia è profondamente conservatrice, fino a poter essere considerata addirittura pericolosa; Perrow respinge anche l'ipotesi che le parti siano invariabilmente avverse al lavoro, con un interesse personale che massimizza l'utilità, osservando, al contempo, che in alcuni contesti o in alcune strutture organizzative, gli esseri umani sono altruisti e cooperano tra loro senza opportunismi.⁴³

Questa critica è stata posta alla base della letteratura gestionale nota come "stewardship theory", che vede gli agenti come buoni amministratori e giocatori di squadra e sostituisce le ipotesi di opportunismo e conflitto di interessi con quelle di cooperazione e coordinamento.⁴⁴

Eisenhardt (1989) sostiene che la teoria dell'agenzia si possa applicare ad una varietà di contesti, sia in termini macroeconomici (come le politiche di regolamentazione) che in termini microeconomici (come la gestione delle impressioni dei manager); principalmente, la teoria dell'agenzia è stata applicata ai contesti organizzativi aziendali.⁴⁵

Attraverso l'identità dei soggetti delle relazioni di agenzia, ovvero i principali e gli agenti, Jensen e Meckling identificano due tipologie di conflitti di agenzia: i conflitti di agenzia del capitale proprio (dove i soggetti principali sono gli azionisti ed i soggetti agenti sono i manager), e i conflitti di agenzia del capitale di debito (in cui i soggetti principali sono i creditori e i soggetti agenti sono gli azionisti).⁴⁶

⁴⁰ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 60.

⁴¹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 60.

⁴² Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

⁴³ Si veda Shapiro S.P., *Agency Theory*, Annual Review of Sociology, Volume 31, 2005, p. 268 che cita Perrow C., *Economic Theories of Organisation*, Theory and Society, Volume 15, 1986, pp. 11-45.

⁴⁴ Si veda Shapiro S.P., *Agency Theory*, Annual Review of Sociology, Volume 31, 2005, p. 268 che cita Donaldson L., *The ethereal hand: organizational economics and management theory*, Academy of Management Review, Volume 15, 1990, pp. 369-381.

⁴⁵ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

⁴⁶ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 312-313.

Si può poi riconoscere una terza tipologia di conflitto di agenzia, ovvero quella che riguarda le relazioni fra azionisti di minoranza (principali) e azionisti di maggioranza di una stessa azienda.⁴⁷

Solitamente, i conflitti del capitale proprio (detti anche conflitti dell'equity) vengono utilizzati per analizzare le relazioni che intercorrono all'interno degli organi di corporate governance, al fine di riuscire ad individuare i casi di comportamenti opportunistici dei dirigenti aziendali che potrebbero danneggiare la performance aziendale.

I conflitti del capitale proprio, focus di questo elaborato, saranno analizzati in maniera approfondita nei prossimi paragrafi, mentre il proseguimento di questo paragrafo sarà focalizzato nel fornire maggiori informazioni sulle altre due tipologie di conflitti.

1.1.1. I conflitti di agenzia del capitale di debito

Come detto precedentemente, i conflitti di agenzia del capitale di debito derivano dalla relazione tra creditori (principali) ed azionisti (agenti).

I conflitti del capitale di debito si generano dal fatto che alcune delle scelte sulla gestione potrebbero creare valore per gli azionisti (o comunque generare loro vantaggi), a detrimento dei creditori, e questi eventi si verificano con maggiore frequenza nei casi in cui è maggiore il rischio di dissesto finanziario dell'azienda (o rischio di fallimento), dato che gli azionisti, in questa situazione, sono i soggetti che hanno meno da rimetterci, e hanno, pertanto, meno interesse a conservare la reputazione aziendale.⁴⁸

In questi casi, i dirigenti d'azienda e gli azionisti si trovano solitamente concordi nel perseguire gli stessi obiettivi a svantaggio dei creditori dell'ente aziendale.⁴⁹

Jensen e Meckling approfondiscono questa tipologia di conflitto attraverso le decisioni riguardanti il sovra-investimento o il sotto-investimento.⁵⁰

Il caso di sovra-investimento (o over-investment) avviene quando il valore rimborsato ai creditori non può superare quello del debito che hanno diritto a farsi pagare, gli azionisti possono appropriarsi di tutta l'eventuale differenza positiva di valore che l'azienda genera dagli investimenti aziendali; quindi, in tutte le situazioni in cui vi è probabilità di dissesto finanziario, gli azionisti non hanno controindicazioni nel ricercare un investimento rischioso, che, se avrà esito positivo, genererà una ricchezza tale da rimborsare i creditori e generare valore per l'azienda (e quindi per gli azionisti), mentre con esito negativo, saranno solamente i creditori a perdere ricchezza.⁵¹

Si può, dunque, dichiarare che lo svantaggio per i creditori è tanto più ampio quanto più elevato è il rischio dell'investimento aziendale, in quanto negli investimenti più rischiosi è superiore la possibilità di mancato rimborso (o nel migliore dei casi, di rimborso parziale) del loro credito; allo stesso tempo, gli

⁴⁷ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 75.

⁴⁸ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 81

⁴⁹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 81

⁵⁰ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial management*, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 333-343.

⁵¹ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial management*, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 333-343.

azionisti possono solamente trarre vantaggio dalle situazioni di sovra-investimento, così da avere la possibilità di appropriarsi degli eventuali guadagni generati da un investimento rischioso.⁵²

Secondo Long e Malitz (1985), il caso di sovra investimento si può verificare spesso attraverso dei consistenti investimenti in attività intangibili, come la ricerca e sviluppo, nei casi in cui il capitale raccolto sia impiegato con elevate, ma poco probabili, aspettative di rendimento, le quali sono difficilmente identificabili dai creditori, in quanto le informazioni riguardanti attività come la ricerca e sviluppo sono raramente divulgate a soggetti esterni all'azienda.⁵³

Secondo Eisenhardt (1989), nei casi delle piccole e medie imprese, specialmente nelle PMI appena nate che dispongono di risorse limitate per affrontare il mercato, vi è una elevata probabilità di fallimento, per questo motivo, i manager hanno una frequente propensione al sovra-investimento.⁵⁴

Anche il sotto-investimento o under-investment può realizzare situazioni a svantaggio dei creditori: quando il progetto d'investimento ha un valore attuale netto positivo ma gli utili derivanti bastano solo per pagare i creditori sociali, gli azionisti tendono a non investire più, in quanto non potrebbero beneficiare direttamente del valore che l'investimento potrebbe generare, causando un danno solamente al patrimonio dei creditori.⁵⁵

Long e Malitz (1985), sostengono che si può ridurre questo rischio, attraverso complesse e laboriose clausole da inserire nel contratto di prestito, solo quando le opportunità di investimento si possono verificare ex ante; al contrario, si riduce l'efficacia delle previsioni contrattuali ogni qualvolta vi è la presenza di opportunità di crescita legate ad impieghi intangibili.⁵⁶

Generalizzando, i costi di agenzia del debito sono più facilmente presenti nei casi di elevate opportunità di investimento in beni intangibili, dove l'unico modo di ridurre i costi di agenzia del debito è ridurre l'entità di finanza di debito raccolta; mentre, se l'impresa è dotata di crescite consistenti generate da investimenti in beni tangibili, si può permettere un maggiore grado di indebitamento.⁵⁷

Inoltre, ci sono altre strategie che gli azionisti possono adottare al fine di soddisfare i loro interessi (e generando al contempo dei rischi per i creditori), questi possono essere:

- a) Approvare distribuzioni di utili straordinarie con la volontà di sottrarre ricchezza destinata ai creditori, che in caso di dissesto finanziario dell'azienda, non avrebbero alcuna possibilità di riscossione dei loro crediti;

⁵² Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 82.

⁵³ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.99, che cita Long M.S. e Malitz I.B., *Investment patterns and financial leverage*, Friedman B.M. Corporate Capital Structures in the United States, University of Chicago Press, Chicago, 1985, p. 326.

⁵⁴ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 65.

⁵⁵ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 82, che cita Myers S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, Volume 5, 1977, pp.148-149.

⁵⁶ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, pp.99-100, che cita Long M.S. e Malitz I.B., *Investment patterns and financial leverage*, Friedman B.M. Corporate Capital Structures in the United States, University of Chicago Press, Chicago, 1985, p. 326.

⁵⁷ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.100, che cita Long M.S. e Malitz I.B., *Investment patterns and financial leverage*, Friedman B.M. Corporate Capital Structures in the United States, University of Chicago Press, Chicago, 1985, p. 326.

- b) Ottenere nuovi debiti garantiti dal patrimonio aziendale, peggiorando al contempo il valore dei debiti non garantiti, poiché i creditori che non hanno privilegi sul patrimonio aziendale, in caso di fallimento, potranno rivalersi complessivamente su una minore ricchezza aziendale;
- c) Compiere tutte le azioni volte a ritardare il più possibile il processo di liquidazione, così da ridurre al minimo le possibilità di rimborso dei creditori, attraverso un'informativa inadeguata o politiche contabili orientate ad aumentare i risultati economici nel breve periodo.⁵⁸

Peraltro, gli stessi creditori, consapevoli della possibilità di comportamenti opportunistici degli azionisti, potrebbero tutelarsi attraverso la pretesa del pagamento di un prezzo inferiore a quello rimborsabile (che causerebbe un aumento degli oneri di emissione del debito), oppure potrebbero richiedere tassi di interessi più alti sul debito (facendo crescere gli oneri finanziari); in entrambi i casi, questi costi "assorbono" una maggior parte di ricchezza operativa, in altre parole, i comportamenti egoistici degli azionisti possono tradursi in oneri a svantaggio degli azionisti stessi.⁵⁹

In aggiunta alle clausole precedenti, i fornitori di capitale di rischio limitato hanno la possibilità di tutelarsi contro le politiche finanziarie opportunistiche degli azionisti attraverso attività di controllo (monitoring) e chiedendo comportamenti virtuosi all'azienda (bonding).⁶⁰

Le attività di monitoraggio esercitate dai creditori consistono nella predisposizione di particolari clausole contrattuali, che prevedono vincoli all'impresa inerenti: l'ammontare massimo di debito futuro che può essere raggiunto dall'azienda, le politiche di investimento, il livello minimo di liquidità aziendale, il limite massimo di dividendi erogabili e limiti agli stipendi dei dirigenti.⁶¹

Le attività di bonding riguardano la redazione a beneficio dei creditori, di documenti finanziari (come quelli facenti parte del bilancio) avallati da auditors esterni all'azienda.⁶²

Sia le attività di monitoraggio, che le attività di bonding, rappresentano costi aziendali che hanno natura diretta (quando riguardano la redazione di documenti finanziari o l'inserimento di precise clausole contrattuali), o indiretta (quando prevedono dei limiti all'azione aziendale, come la rinuncia a specifiche opportunità di crescita aziendale).⁶³

Nonostante ciò, è bene affermare che, le attività di monitoraggio e di bonding non saranno mai in grado di eliminare totalmente i costi legati alle scelte degli azionisti che impattano sul valore che spetta di diritto ai creditori (come le scelte di sovra-investimento o sotto-investimento), a causa dell'impossibilità di avere, da parte dei creditori, piena informativa sui contratti stabiliti precedentemente dall'impresa in

⁵⁸ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.82.

⁵⁹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p.83.

⁶⁰ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 83.

⁶¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 83.

⁶² Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial management*, Volume 3, Numero 4 ,1976 pp. 337-339.

⁶³ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 83.

sede di accensione dei debiti; quindi, si può dichiarare che persisterà sempre una perdita residuale dei creditori.⁶⁴

Ogniquale volta le scelte aziendali incrementano il debito, si favorisce lo sviluppo dei costi di agenzia del debito, in quanto il debito aumenta la disponibilità di risorse che si possono sottrarre al rimborso dei debiti a beneficio degli azionisti (per esempio, attraverso la distribuzione di dividendi dal valore elevato); inoltre, il ricorso al capitale del debito comporta maggiori possibilità per gli azionisti di beneficiare di attività di sovra-investimento, sotto-investimento, e di omissione di importanti informazioni finanziarie rilevanti anche per i creditori.⁶⁵

Molto spesso, l'incremento del grado di indebitamento si verifica contestualmente all'attitudine di uno o pochi azionisti di appropriarsi della maggior parte delle azioni aziendali, che avrebbero un pieno potere di nomina dei membri del consiglio di amministrazione, garantendosi il controllo di dirigenti propensi a adottare strategie volte ad avvantaggiare gli azionisti e a danneggiare i creditori.⁶⁶

1.1.2. I conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza e di maggioranza

I conflitti di agenzia tra azionisti di minoranza (principali) e azionisti di maggioranza (agenti) si realizzano quando gli azionisti di maggioranza sottraggono valore agli azionisti di minoranza, attraverso determinate attività di tunnelling.⁶⁷

Secondo Johnson *et al* (2000), le attività di tunneling comprendono tutte le attività attraverso cui si trasferiscono risorse dell'impresa agli azionisti di controllo.⁶⁸

Esistono principalmente due forme di tunnelling: la prima riguarda pratiche illegali che non sempre si riesce a perseguire: parliamo di azioni (spesso vere e proprie frodi) che si verificano soprattutto nei mercati in cui vi è una minore tutela legale per gli investitori.⁶⁹

Queste attività sono comunque vietate in molti paesi: nello specifico, nel valutare la condotta degli agenti vengono applicati due principi: "duty of care", che tratta la responsabilità degli azionisti che fanno parte della dirigenza;⁷⁰ e "duty of loyalty" che si esprime attraverso un comportamento leale degli azionisti di maggioranza rispetto a quelli di minoranza.⁷¹

⁶⁴ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 84.

⁶⁵ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 84.

⁶⁶ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 84.

⁶⁷ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 84.

⁶⁸ Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. *Tunnelling*, AEA papers and proceedings, Volume 90, Numero 2, 2000, pp. 22-23.

⁶⁹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 84-85.

⁷⁰ Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. *Tunnelling*, AEA papers and proceedings, Volume 90, Numero 2, 2000, pp. 22-23.

⁷¹ Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. *Tunnelling*, AEA papers and proceedings, Volume 90, Numero 2, 2000, p. 23.

Nelle azioni che si possono considerare illegali (o al limite opache in termini legislativi) ne fanno parte, per esempio, il trasferimento di attività dall'impresa agli azionisti di maggioranza a prezzi diversi rispetto a quelli di mercato, oppure, prestiti che possono prevedere alcuni beni aziendali come garanzie.⁷²

La seconda forma di tunnelling si concretizza attraverso alcune modalità di aumento della quota di proprietà degli azionisti di maggioranza, attraverso pratiche opache o illecite, come le attività dette "minority freeze – outs" (che spingono gli azionisti di minoranza alla vendita delle loro partecipazioni), le attività di insider trading (che si verificano quando gli azionisti di controllo hanno informazioni riservate e non di pubblico dominio e dunque possono avere una posizione privilegiata rispetto agli altri investitori.), e le attività di "creeping acquisitions" (ovvero l'acquisizione di un'impresa per mezzo di acquisti graduali di piccoli quantitativi di azioni in un lungo lasso di tempo).⁷³

Secondo La Porta *et al* (1997), questa tipologia di conflitti è tanto più forte quanto più gli azionisti di maggioranza hanno diritti di controllo sull'impresa rispetto ai loro diritti sui flussi di cassa.⁷⁴

I diritti di controllo, secondo Faccio e Lang (2002), possono essere ottenuti dagli azionisti attraverso tre strumenti:

-le strutture piramidali, con cui gli azionisti di controllo riescono ad essere proprietari di una o più imprese che non posseggono totalmente attraverso catene di controllo multiple,

-le partecipazioni incrociate, quando un'impresa possiede azioni proprie: sottoscrivendo le sue stesse azioni, l'impresa ne diviene proprietaria, e il diritto di voto di quelle azioni viene sospeso, dando maggiore peso agli azionisti di maggioranza,

-le dual class share, che sono azioni che garantiscono diritti di voto di differenti entità in base a parametri specifici che amplificano il diritto di voto degli azionisti di maggioranza.⁷⁵

La Porta *et al* (1999) fanno notare come tale tipo di conflitto tende a crescere all'aumentare della presenza degli azionisti di maggioranza nel management⁷⁶; mentre, Bebchuk *et al* (1999), evidenziano come questo conflitto tenda ad aumentare al diminuire del grado di protezione legale previsto per gli azionisti di minoranza.⁷⁷

I conflitti di agenzia dell'equity e quelli fra gli azionisti di minoranza e maggioranza presentano una forte analogia ed una rilevante differenza:

-l'analogia consiste nel fatto che entrambi i conflitti si sviluppano da un problema di separazione tra proprietà e gestione;

⁷² Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. *Tunnelling*, AEA papers and proceedings, Volume 90, Numero 2, 2000, p. 23.

⁷³ Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. *Tunnelling*, AEA papers and proceedings, Volume 90, Numero 2, 2000, pp. 22-23.

⁷⁴ La Porta R., Lopez-De Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Legal determinants of external Finance*, in The Journal of Finance, Volume 52, Numero 3, 1997, p. 1149.

⁷⁵ Faccio M. e Lang L.H.P., *The ultimate ownership of Western European corporations*, in Journal of Financial Economics, Volume 65, 2002, pp. 366-367.

⁷⁶ La Porta R., Lopez-De Silanes F., Shleifer A. *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance, Volume 54, Numero 2, 1999 pp. 511-512.

⁷⁷ Bebchuk L.A., Kraakman R., Triantis G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash – Flow Rights*, Harvard Law School Olin Discussion Paper, Numero 249, 1999, pp. 14 - 15.

-la differenza si esplicita nel fatto che, nei conflitti dell'equity, tale separazione si concretizza tra i soggetti che rappresentano la proprietà (azionisti) e i soggetti che rappresentano la gestione (dirigenti), mentre nei conflitti fra azionisti di minoranza e maggioranza questa separazione riguarda gli azionisti di minoranza, che non hanno solitamente alcuna influenza sul management, e gli azionisti di maggioranza, che possono nominare un management compiacente nei loro confronti e più sensibile alle loro esigenze.⁷⁸

⁷⁸ La Porta R., Lopez-De Silanes F., Shleifer A. *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance, Volume 54, Numero 2, 1999 p. 511.

1.2 LE CARATTERISTICHE DEI CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI

La teoria dell'agenzia ha un ruolo fondamentale nella letteratura che riguarda la corporate governance: difatti, secondo Badu e Appiah (2017), la teoria dell'agenzia si riferisce alle proposizioni e alle regole che disciplinano la gestione e il controllo delle istituzioni aziendali; tali istituzioni sono normalmente caratterizzate da proprietari che nominano individui per dirigere collettivamente l'uso delle risorse per futuri guadagni di capitale: questi individui possono anche non avere azioni dell'istituzione, ma hanno capacità professionali, esperienza e competenza nella gestione dell'istituzione.⁷⁹

La teoria dell'agenzia, infatti, ritiene che gli agenti siano motivati dal raggiungimento dei loro benefici personali: in altre parole, gli agenti sono volti ad aumentare la propria ricchezza a scapito di quella dei principali, ed al contempo, a cercare di accumulare ricchezza senza preoccuparsi di peggiorare il valore dell'impresa;⁸⁰ ragionando da questa prospettiva, il problema di agenzia sorge quando gli interessi dell'agente e del principale non sono allineati: l'essenza della stessa teoria consiste nel mitigare il problema di agenzia assicurando che l'agente persegua l'interesse degli azionisti.⁸¹

Secondo vari autori, come Hart e Moore (1995), il management gode di vari poteri legati ai benefici privati del controllo: i dirigenti hanno, infatti, la possibilità di deviare o manipolare i flussi di cassa aziendali, oppure di seguire politiche di investimento non ottimali per l'azienda.⁸²

Dato che i conflitti di agenzia del capitale proprio emergono tra gli azionisti (principali) e i dirigenti d'azienda (gli agenti), questi possono sorgere in tutte le imprese nelle quali le funzioni di proprietà, gestione e controllo sulla gestione sono separate ed esercitate da soggetti diversi e con interessi personali divergenti.

Nello specifico: la funzione di proprietà si esprime attraverso i diritti attribuiti dal possesso delle quote di partecipazione (principalmente il diritto di voto); la funzione gestionale è invece svolta dal management, al vertice della struttura operativa, ed indirizzata al conseguimento degli obiettivi aziendali; la funzione di controllo sulla gestione si manifesta come l'attività di sorveglianza sull'operato dei dirigenti.⁸³

Mentre, i tipi di azienda in cui non si verificano questi conflitti (e pertanto non generano costi) sono quelli in cui l'impresa è posseduta esclusivamente da un solo individuo che assume su di sé tutte le funzioni di proprietà, controllo e gestione (impresa individuale), oppure nelle imprese la cui proprietà è divisa fra pochi soci, che nominano per la gestione loro stessi o persone di fiducia (impresa a ridotta base societaria).⁸⁴

⁷⁹ Badu A. E., Appiah, K.O., "The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Volume 7 Numero 4, 2017, p. 448.

⁸⁰ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 74-78.

⁸¹ Badu A. E., Appiah, K.O., "The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Volume 7 Numero 4, 2017, p. 448.

⁸² Si veda Fluck S., *The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict*, *The Review of Financial Studies*, Volume 12, Numero 2, 1999, p. 382. che cita Hart O., Moore J.H., *Debt and Seniority: An Analysis of Hard Claims in Constrained Management*, *American Economic Review*, Volume 85, 1995 pp. 567-585.

⁸³ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 75.

⁸⁴ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 75.

È, pertanto, la separazione dei poteri aziendali che causa i conflitti di agenzia del capitale proprio, detti anche conflitti dell'equity; questi dipendono in primo luogo dal fatto che i dirigenti, non possiedono totalmente o parzialmente la proprietà dell'azienda, e sono, quindi, impossibilitati ad appropriarsi del valore residuo dell'impresa (cioè il valore che rimane successivamente alle remunerazioni di tutti i fattori della produzione, incluso il capitale di debito), per cui, i dirigenti potrebbero preferire dare priorità ai loro interessi piuttosto che agli interessi dell'azienda (e quindi degli azionisti).⁸⁵

La presenza dei conflitti di agenzia dell'equity nelle imprese è causata dall'impossibilità dei principali (gli azionisti) di controllare in modo efficace l'operato degli agenti (i dirigenti); da ciò si deduce che questa problematica è maggiormente diffusa nelle grandi società ad azionariato diffuso, dove la proprietà è suddivisa in una moltitudine di soggetti differenti; nonostante ciò questi conflitti sono presenti, come vedremo in maniera approfondita nel quarto paragrafo, anche nelle società dove la proprietà è nelle mani di un nucleo familiare.

Secondo Fluck (1999), vi è una relazione inversa fra l'opportunità dei manager e la loro quota di proprietà aziendale: una maggiore partecipazione del management nell'azienda allinea gli obiettivi dei dirigenti con quelli degli azionisti.⁸⁶

Considerando il rapporto tra atteggiamenti opportunistici dei management e la quota di partecipazione del management alla proprietà, si possono individuare due estremi: il primo in cui non vi è nessun opportunismo (quando la proprietà è totalmente in mano alla dirigenza), il secondo quando è giustificata la presenza di comportamenti opportunistici (quando la dirigenza non ha alcuna partecipazione).⁸⁷

Detto questo, occorre considerare altri fattori che permettono lo sviluppo di questi tipi di conflitti: come l'incapacità da parte degli azionisti, di apprezzare correttamente l'intensità degli impegni dirigenziale; e la presenza di asimmetrie informative fra azionisti e dirigenti.⁸⁸

Secondo Jensen e Meckling, i costi dell'equity sono tanto maggiori quanto maggiore è l'importanza dei dirigenti nella società: in altre parole, i conflitti del capitale proprio sono tanto maggiori quanto maggiore è il costo di sostituzione dei dirigenti: questo è determinato dalle conoscenze specializzate dei dirigenti, dal grado di facilità con cui si possono valutare le prestazioni dei dirigenti, e dalla possibilità di sostituzione di questi.⁸⁹

⁸⁵ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 75.

⁸⁶ Fluck S., *The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict*, *The Review of Financial Studies*, Volume 12, Numero 2, 1999, p. 380.

⁸⁷ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 75.

⁸⁸ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 75.

⁸⁹ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial management*, Volume 3, Numero 4, 1976 p. 329.

1.3 GLI EFFETTI DEI CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI SULLE PRINCIPALI DINAMICHE AZIENDALI

I conflitti del capitale proprio, avendo come protagonisti dei soggetti interni all'azienda (per l'appunto azionisti e dirigenti), possono generare una serie di effetti che impattano sulla realtà aziendale: bisogna innanzitutto, considerare che, la causa principale dei conflitti del capitale proprio riguarda la mancanza di convergenza fra gli obiettivi dei manager e degli azionisti; tale divergenza di obiettivi può tramutarsi in una differente attitudine dell'azienda al rischio aziendale, la quale considera varie dinamiche inerenti ai contratti che disciplinano il rapporto principale – agente; gli effetti dei conflitti dell'equity si possono percepire anche riguardo al processo di internazionalizzazione aziendale; ovviamente la sola presenza dei conflitti di agenzia dell'equity impattano secondo varie modalità sul valore creabile dall'azienda.

Il prosieguo di questo paragrafo è dedicato all'approfondimento di ciascuno di questi effetti.

1.3.1. Gli effetti sugli obiettivi aziendali

Nonostante le critiche di Perrow (1986), tutti i progressi teorici sulla teoria dell'agenzia sono coerenti con alcuni lavori che fanno parte della prospettiva organizzativa tradizionale, come il contributo di Barnard (1938) sulla natura del comportamento cooperativo, oppure il contributo di March e Simon (1958) sugli incentivi e i contributi del rapporto di lavoro: Eisenhardt (1989), sostiene che, questi lavori, come la teoria dell'agenzia, basano le loro prospettive sul conflitto di obiettivi che si genera quando individui con preferenze diverse si impegnano in uno sforzo cooperativo previsto da una forma contrattuale.⁹⁰

Secondo Eisenhardt, infatti, se non ci fossero conflitti di obiettivi fra principali e agenti, gli agenti si comporterebbero come vorrebbero i principali, indipendentemente dalla presenza, o meno, di qualsiasi forma di monitoraggio per controllare le loro azioni.⁹¹

L'incongruenza degli obiettivi si basa sull'ipotesi che i mandanti e gli agenti siano entrambi soggetti propensi alla massimizzazione dell'utilità: pertanto, gli agenti perseguiranno i propri interessi, i quali sono divergenti rispetto gli interessi del principale.⁹²

Difatti, le problematiche dei dirigenti aziendali riguardano il rischio di perdere il proprio lavoro, perdere la propria ricchezza eventualmente investita in azienda e perdere la propria reputazione, la quale potrebbe compromettere eventuali incarichi futuri, perciò, il loro interesse alla massimizzazione dei profitti degli azionisti è secondario rispetto ai loro interessi primari, che riguardano la loro retribuzione, i loro bonus, e la loro carriera professionale.⁹³

⁹⁰ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 63.

⁹¹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 62.

⁹² Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 307-308.

⁹³ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 76.

Secondo Eisenhardt (1989), gli azionisti sono interessati alla crescita del valore delle risorse impiegate in un arco di tempo congruo e in linea con il profilo di rischio associato; tale obiettivo può essere conseguito attraverso l'incremento del valore del titolo e attraverso l'eventuale distribuzione del dividendo.⁹⁴

Nonostante il paradigma classico dei conflitti di agenzia percepisca la conflittualità di obiettivi come l'allontanamento degli agenti dagli interessi del principale, secondo Shapiro (2005), dal punto di vista degli agenti, il problema d'agenzia può nascere anche da cause differenti rispetto la divergenza di obiettivi con il principale: l'agente potrebbe, nel caso di una pluralità di soggetti principali, cercare di conciliare gli interessi contrastanti dei principali stessi, provando a conciliare differenze talvolta inconciliabili tra i vari principali: in questo caso, il conflitto di obiettivi fra principali e agenti, si potrebbe tradurre in un conflitto di obiettivi fra principali ed altri principali, con gli agenti che, piuttosto che mettere in atto comportamenti opportunistici, cercano di adempiere al proprio ruolo provando a soddisfare tutti gli interessi dei principali.⁹⁵

1.3.2. Gli effetti sull'attitudine al rischio

Il tema della condivisione del rischio è stato analizzato nel corso degli anni da vari economisti; nel corso degli anni sessanta e settanta, alcuni autori (come Wilson nel 1968 o Arrow nel 1971) hanno considerato la problematica inerente alla condivisione del rischio come un problema generato dagli atteggiamenti differenti nei confronti del rischio da parte dei vari soggetti che fanno parte della stessa organizzazione;⁹⁶

La teoria dell'agenzia ha contribuito all'analisi del tema della condivisione del rischio, attraverso numerosi contributi di autori facenti parte sia della visione positivista che della visione principale – agente.

Tra gli autori facenti parte della visione positivista, la posizione di Fama (1980) è quella di considerare l'attitudine al rischio di impresa come una responsabilità esclusiva dei soggetti che apportano i fattori produttivi, ed in tal senso i proprietari non dovrebbero aspettarsi alcun supporto da parte dei managers; in coerenza con questo pensiero, Fama riprende la posizione di Manne (1965,1967), quest'ultimo sostiene che sia compito dei proprietari d'impresa disciplinare il comportamento dei dirigenti per quanto riguarda l'assunzione (o meno) di eventuali rischi.⁹⁷

Sempre rimanendo nel filone positivista, troviamo il contributo di Fama e Jensen (1983), che presenta le definizioni di rivendicazione residua (residual claim), attore residuo (residual claimant) e rischio residuo (residual risk): per rivendicazione residua si intende il diritto al rimborso, dei crediti residui sui flussi di cassa netti di un'impresa, l'attore residuo è il detentore di tale diritto, mentre il rischio residuo è il rischio legato alla possibilità di perdere la rivendicazione residua.⁹⁸

⁹⁴ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 62-63.

⁹⁵ Shapiro S.P., *Agency Theory*, Annual Review of Sociology, Volume 31, 2005, p. 278.

⁹⁶ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 58.

⁹⁷ Si veda Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, p. 295 che cita Manne H. G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, J.P.E. Volume 73, numero 2, 1965, pp. 110-120 e Manne H.G., *Our Two Corporate Systems: Law and Economics*, Virginia Law Review, Volume 53, 1967, pp. 259-285.

⁹⁸ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, p.302.

In questo contesto, Fama e Jensen indicano la separazione tra proprietà e controllo come lo strumento per separare la gestione dei rischi residui di un'impresa dalla gestione delle funzioni decisionali, attraverso una separazione delle figure che hanno potere gestionale da quelle che si assumono il rischio.⁹⁹

A tal fine, sembrano essere particolarmente efficaci i sistemi decisionali diffusi, che presentano una ripartizione della funzione di gestione decentrata: questa funzione garantisce un potere decisionale ad agenti provenienti da tutti i livelli organizzativi (e non solo dal top management), i quali possedendo competenze specifiche e diverse, possono garantire una migliore performance aziendale.¹⁰⁰

Nello specifico, l'efficienza di questi sistemi decisionali diffusi è intrinseca nella sua struttura: separando la fase di controllo delle decisioni (che comprende le fasi di ratifica e monitoraggio delle decisioni) da quella di gestione delle decisioni (che include le fasi di avvio e attuazione delle decisioni) si possono ottenere delle strutture di incentivi che premiano gli agenti per il loro contributo specifico alla creazione del valore, allo stesso tempo individuando e gestendo i problemi di agenzia legati alle rivendicazioni residue.¹⁰¹

Se la visione positivista si concentra sulla migliore struttura organizzativa per mantenere separate le funzione di gestione da quella di assunzione del rischio, la visione principale – agente si focalizza maggiormente sulla stipulazione del contratto più efficiente fra le parti.

In generale, il modello principale - agente considera che, in caso di conflitti di agenzia, l'agente sia tendenzialmente maggiormente avverso al rischio rispetto al principale; difatti, gli agenti, che non sono in grado di diversificare il proprio impiego, dovrebbero essere avversi al rischio, mentre i mandanti, che sono in grado di diversificare i propri investimenti, dovrebbero essere neutrali al rischio.¹⁰²

Tra gli autori facenti parte del filone principale - agente troviamo Eisenhardt (1989), la quale sostiene che il fulcro della corrente basata sul modello principale-agente è il trade-off tra il costo della misurazione del comportamento e il costo della misurazione del risultato e il trasferimento del rischio all'agente.¹⁰³

In tal senso, in un ipotetico caso di informazione completa (meno realistico), dato che il principale conosce ogni sfaccettatura del comportamento dell'agente, un contratto basato sui comportamenti si rivela il più efficiente, mentre un contratto basato sui risultati trasferirebbe inutilmente il rischio all'agente, che si presume sia più avverso al rischio del principale.¹⁰⁴

Mentre, in un caso di informazione incompleta, ovvero quando l'impresa è soggetta al problema di agenzia, Eisenhardt identifica due problematiche piuttosto peculiari: il rischio morale, che si riferisce alla mancanza di impegno da parte dell'agente (ovvero, l'agente può semplicemente decidere di non

⁹⁹ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, p.322.

¹⁰⁰ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, p.322.

¹⁰¹ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, pp.322-323.

¹⁰² Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 60-61.

¹⁰³ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

¹⁰⁴ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

compiere lo sforzo concordato);¹⁰⁵ e la selezione avversa, che si riferisce alla falsa dichiarazione di capacità da parte dell'agente: in questa situazione, l'agente può affermare di avere determinate competenze specifiche in fase di assunzione, questo problema può verificarsi in tutti i casi in cui il principale non può compiere delle verifiche preventive sulle competenze ed abilità dell'agente al momento dell'assunzione.¹⁰⁶

Nei casi di rischio morale o di selezione avversa, il principale può utilizzare due opzioni risolutive: la prima riguarda il monitoraggio del comportamento dell'agente, attraverso l'utilizzo dei sistemi informativi (sistemi di budgeting, procedure di reporting, monitoraggio del consiglio di amministrazione); oppure, il principale può puntare sulla stipulazione del contratto basato sugli esiti del comportamento dell'agente, preferibile ad un contratto basato sui risultati, in quanto quest'ultimo motiva il comportamento dell'agente, ma a prezzo di trasferire la funzione di rischio all'agente stesso: questo avviene in quanto i risultati sono solo in parte funzione dei comportamenti.¹⁰⁷

In quest'ottica, Eisenhardt considera che l'incertezza dei risultati derivata da questa situazione si traduce, oltre che in una impossibilità di pianificazione preventiva dei risultati, anche in un rischio che deve essere per forza assunto da un soggetto agente.¹⁰⁸

Eisenhardt sostiene che quando la relazione tra principale e agente riguarda il lungo termine, è probabile che il principale conosca l'agente e sia in grado di valutare facilmente il suo comportamento; al contrario, le relazioni di agenzia di breve termine possono essere probabilmente soggette ad asimmetrie informative, le quali rendono più difficili la valutazione dei comportamenti dell'agente.¹⁰⁹

All'interno del filone principale – agente, troviamo, inoltre, la ricerca di MacCrimmon e Wehrung (1986), i quali affermano che l'avversione al rischio dell'agente è correlata positivamente ai contratti basati sul comportamento e negativamente ai contratti concentrati sui risultati, in quanto gli individui variano ampiamente i loro atteggiamenti nella loro propensione al rischio: man mano che l'agente riduce la sua avversione al rischio (ad esempio, nei casi in cui l'agente si arricchisce), il principale ha maggiori interessi a trasferire il rischio all'agente attraverso un contratto basato sui risultati; al contrario, diventa sempre più costoso trasferire il rischio all'agente quando aumenta l'avversione al rischio di quest'ultimo.¹¹⁰

In sintesi, si può affermare che l'incertezza del risultato è correlata positivamente ai contratti basati sul comportamento e negativamente a quelli basati sul risultato: difatti, in tutti i casi in cui vi è la presenza di una lieve incertezza sui risultati, i costi di trasferimento della funzione di rischio dal principale all'agente sono di bassa entità e i contratti basati sul risultato possono mostrarsi interessanti; tuttavia, in tutti i casi in cui l'incertezza sui risultati non è di bassa entità, diventa sempre più costoso per il

¹⁰⁵ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

¹⁰⁶ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

¹⁰⁷ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

¹⁰⁸ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

¹⁰⁹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61.

¹¹⁰ Si veda Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 61, che cita MacCrimmon K., Wehrung, D. *Taking risks: The management of uncertainty*, New York: Free Press, 1986.

principale trasferire il rischio all'agente, nonostante i vantaggi motivazionali dei contratti basati sul risultato.¹¹¹

1.3.3. Gli effetti sull'approccio aziendale all'internazionalizzazione

Le imprese possono avere numerose motivazioni (in termini di condizioni e risorse) per cercare un'espansione all'estero, nonostante ciò, la strada dell'internazionalizzazione, oltre che essere una scelta economicamente complessa, rappresenta anche una sfida strategica molto difficile.

Nello studio realizzato da Roth e O'Donnel (1996), la struttura principale-agente si ritrova in tutti i casi in cui l'impresa pone in atto una strategia basata sull'internazionalizzazione: nello specifico, tale struttura viene identificata nella relazione tra sede centrale e filiale estera, in quanto la sede centrale delega mansioni e responsabilità alle filiali estere.¹¹²

In questa relazione sede centrale – filiale estera, sono tre i fattori critici che possono generare asimmetrie informative e discrepanze di obiettivi tra principale e agente: tali fattori sono: la distanza culturale, il ruolo strategico e operativo della filiale estera, e l'impegno organizzativo a livello individuale.¹¹³

La distanza culturale è determinata dal grado di differenze delle caratteristiche culturali comuni al mercato della sede centrale e al mercato della filiale estera: quando la distanza culturale aumenta, diventa più difficile e costoso ottenere informazioni complete e accurate sulle prestazioni degli agenti; questo accade perché i dirigenti della filiale, rispetto a quelli della sede centrale, hanno una maggiore conoscenza specialistica dell'influenza dell'ambiente e del contesto strategico sulle performance delle attività.¹¹⁴

In altre parole, con l'aumento della distanza culturale, la sede centrale diventa maggiormente dipendente dalla filiale per quanto riguarda le informazioni che non possono essere disponibili direttamente (o che sono troppo costose) per la sede centrale: l'asimmetria informativa derivante dalla distanza culturale accresce i conflitti di agenzia nel rapporto sede centrale – filiale estera.¹¹⁵

Per quanto riguarda il ruolo strategico e operativo della filiale estera, questo può variare da razionalizzazione globale a centralizzazione laterale.¹¹⁶

La razionalizzazione globale si verifica quando la filiale estera è una singola parte di un sistema di filiali di livello mondiale, con la responsabilità del coordinamento del sistema che risiede all'interno della sede centrale; la filiale estera può svolgere solo alcuni dei processi a valore aggiunto che compongono il sistema: in questo caso la filiale è interdipendente da altre strutture aziendali, ma, tendenzialmente, emergono meno conflitti di agenzia, in quanto le azioni e i risultati della filiale estera devono essere

¹¹¹ Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 61-62.

¹¹² Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 680.

¹¹³ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, pp. 680-682.

¹¹⁴ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 680.

¹¹⁵ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 680.

¹¹⁶ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, pp. 680-681.

relativamente visibili all'interno del sistema a rete, e la sede centrale ha a disposizione conoscenze specialistiche necessarie per gestire tale sistema; in questa situazione, dato che le responsabilità decisionali di coordinamento sono di competenza della sede centrale, viene lasciata poca discrezionalità manageriale alle filiali estere.¹¹⁷

Invece, la centralizzazione laterale permette alla filiale estera una responsabilità maggiore in termini di attività a valore aggiunto strategiche per l'impresa; in questa situazione, la filiale controlla alcune attività inerenti alla ricerca e sviluppo, produzione e commercializzazione di un prodotto o una linea di prodotti destinati non solo al loro mercato nazionale; per cui, mentre alla sede centrale permangono responsabilità strategiche e operative volte al coordinamento a livello internazionale, la filiale estera ha pieno controllo strategico di tutto ciò che riguarda l'output realizzato nella sua sede.¹¹⁸

La centralizzazione laterale si può realizzare solamente nei casi in cui i manager di filiale abbiano sia conoscenze specialistiche che una elevata discrezionalità manageriale: ciò comporta un monitoraggio più difficile da parte della sede centrale, e una maggiore presenza delle asimmetrie informative: pertanto, nel caso di centralizzazione laterale, è maggiormente probabile la presenza di conflitti di agenzia rispetto al caso di razionalizzazione globale.¹¹⁹

L'impegno organizzativo a livello individuale è determinato dai valori e dall'identificazione dei manager delle filiali estere; tali parametri possono variare in base al grado di attaccamento all'organizzazione principale.¹²⁰

1.3.4. Gli effetti sulla creazione del valore aziendale

I dirigenti, essendo più vicini alle attività aziendali di generazione del valore, posseggono solitamente conoscenze e competenze maggiori rispetto agli azionisti; dirigenti che, inoltre, percepiscono spesso compensi (in tutto o in parte) fissi oppure legati a misure contabili (ove i sistemi contabili di lungo periodo tendono a privilegiare l'ottica di breve periodo).¹²¹

Sono numerosi gli autori che considerano le rilevazioni contabili uno strumento utile per misurare con efficacia il valore:

- dei beni rispetto alle opportunità future di crescita;
- dei benefici economici di breve termine legati alle attività produttive e commerciali rispetto a quelli di lungo termine legati alle attività di ricerca e sviluppo e di formazione;
- dei beni tangibili rispetto a quelli intangibili;

¹¹⁷ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 681.

¹¹⁸ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 681.

¹¹⁹ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, pp. 681-682.

¹²⁰ Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, The Academy of Management Journal, Volume 39, Numero 3, 1996, p. 682.

¹²¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 76.

-dei beni riconvertibili ad altri fini produttivi con valore di mercato rispetto a quelli con elevata specificità.¹²²

Pertanto, i dirigenti possono essere propensi ad un aumento del reddito contabile (per esempio attraverso una stima discrezionale di rimanenze e ammortamento, oppure tagliando le spese dedicate alla formazione del personale), così da accrescere la propria ricchezza, anche a costo di pregiudicare (almeno in parte) il valore residuo dell'impresa, e quindi la ricchezza destinata agli azionisti; bisogna anche notare come il rischio di impiego non diversificabile riguarda i dirigenti d'azienda, e che gli stessi tendono a minimizzare con azioni opportunistiche.¹²³

Il rischio di impiego non diversificabile è composto da tre tipologie di rischio: il rischio di perdere il lavoro, il rischio di perdere la reputazione professionale e il rischio di perdere la ricchezza investita nell'impresa; il rischio di impiego non è diversificabile nella misura in cui è preclusa ai dirigenti la possibilità di offrire la propria prestazione lavorativa ad altre imprese.¹²⁴

La perdita di valore sopportata dagli azionisti è il risultato di una serie di opzioni dei dirigenti, che riguardano la rinuncia di progetti con valore attuale netto maggiore di zero, o l'accettazione di progetti con valore attuale netto inferiore a zero, oppure in comportamenti che decrementano il valore attuale netto degli investimenti.¹²⁵

I costi di agenzia del capitale proprio si possono considerare come la somma dei seguenti costi:

- 1- I costi di monitoraggio;
- 2- I costi legati agli incentivi previsti;
- 3- I costi opportunità inseriti nelle limitazioni fissate contrattualmente;
- 4- I costi di transazione;
- 5- La perdita di ricchezza residuale, dovuta al comportamento sub-ottimale dell'agente.¹²⁶

Tutte le attività di monitoraggio, di incentivo, e di bonding, nonostante comportino un aumento dei costi e quindi una riduzione dei ricavi aziendali, riescono comunque a ridurre i danni economici legati ai comportamenti egoistici dei dirigenti (come approfondiremo meglio nel secondo capitolo di questo elaborato).

¹²² Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 76 che cita Swanson Z., Srinidhi B., Seetharaman A., *The Capital Structure Paradigm. Evolution of Debt/Equity Choices*, Praeger, Westport – Connecticut, London, 2003, pp. 96-97.

¹²³ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 76, che cita Amihud Y., Lev B., *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*, *The Bell Journal of Economics*, Volume 12, Numero 2, 1981, p. 605.

¹²⁴ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 76.

¹²⁵ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 76.

¹²⁶ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 80, che cita Watson D. e Head A., *Corporate Finance. Principles & Practice*, Fourth Edition, Pearson Education Limited, Harlow, England, 2007, p.14.

Bisogna però tenere a mente che, come già accennato, non sarà mai possibile riuscire ad eliminare totalmente i danni economici generati dall'opportunismo dirigenziale, in quanto è impossibile identificare e neutralizzare questi danni nella loro totalità.¹²⁷

Il management, al fine di ottenere svariati benefici privati, ha la possibilità di adottare numerosi comportamenti che finiscono per ridurre direttamente il valore aziendale (diminuendo la ricchezza degli azionisti), tali comportamenti sono:

-riduzione dello sforzo: i dirigenti, poco interessati a massimizzare i risultati per gli azionisti, svolgono le loro funzioni cercando di ridurre il più possibile le loro energie e il loro tempo dedicato all'attività lavorativa;

-benefici privati: i dirigenti possono avvantaggiarsi della loro posizione ottenendo delle gratifiche di tipo non pecuniario (come uffici lussuosi, auto di lusso, trasporti privati), a spese dell'azienda;

-costruzione di imperi: i dirigenti, interessati a migliorare la loro immagine, tenteranno di incrementare i fabbisogni finanziari dell'azienda a prescindere dalla volontà dei proprietari;

-entrenching investment: i dirigenti possono ricercare progetti di investimenti che premiano le loro competenze, e preferirli a progetti di investimenti che potrebbero creare maggiore valore;

- rinuncia al rischio: i dirigenti possono rinunciare ad investimenti rischiosi (ma con importanti aspettative in termini di valore attuale netto), poiché ne subirebbero i rischi maggiori (in termini economici, di prestigio, di carriera, e nei casi peggiori perdita del posto di lavoro), mentre i benefici sarebbero in larga parte rivolti agli azionisti;

-rinuncia all'aumento del grado di indebitamento: i dirigenti potrebbero evitare di finanziare nuove opportunità di sviluppo per il timore di dovere farsi carico del fallimento del progetto;

-orientamento al reddito contabile: i dirigenti potrebbero essere focalizzati in operazioni che incidono positivamente sul reddito contabile (aumentandone il valore, e migliorando la retribuzione dei dirigenti stessi), compromettendo però, la futura generazione di valore destinata agli azionisti.¹²⁸

Un approfondimento degli investimenti entrenched si ritrova nel contributo di Shleifer e Vishny (1989): i manager, secondo i due autori, sono incentivati ad investire le risorse aziendali in attività il cui valore è più alto sotto la sua gestione piuttosto che sotto la gestione degli altri: tali investimenti hanno un valore maggiore quando il manager specifico è in carico, e grazie a questi investimenti, la sostituzione del manager è costosa, e il manager può ambire compensi più elevati, sotto forma di salari maggiori, oppure ottenendo margini maggiori di discrezionalità; in ogni caso, il grado di sostituibilità dei manager diminuirebbe.¹²⁹

Secondo Shleifer e Vishny, i manager, nella scelta degli investimenti da attuare, non considerano quelli che possono massimizzare il valore aziendale, bensì, le considerazioni che fanno sono che:

1 I manager aziendali investono in attività legate al proprio background e alla propria esperienza, anche quando tali investimenti non sono redditizi per l'azienda;

¹²⁷ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 80.

¹²⁸ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 76-77.

¹²⁹ Shleifer A., Vishny R., *Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments*, Journal of Financial Economics, Volume 25, 1989, pp. 123-124.

- 2 I manager cercano di rendere impliciti, anziché espliciti, troppi contratti dell'azienda;
- 3 Le imprese che cedono attività aumentano quasi sempre il loro valore di mercato, mentre le imprese che effettuano acquisizioni spesso lo riducono;
- 4 Le acquisizioni ostili sono spesso seguite da fallimenti delle imprese acquisite. In questi casi, la somma delle parti vale molto di più dell'azienda acquisita nel suo complesso.
- 5 Le imprese che ottengono i rendimenti più negativi dalla diversificazione appartengono a settori in declino e probabilmente hanno sottoperformato i loro colleghi di settore. Le perdite delle imprese offerenti sono maggiori quando competono con offerenti con maggiore esperienza nel settore di riferimento;
- 6 Per limitare il radicamento, anche le imprese che dispongono di ampi fondi interni e di un accesso a basso costo al capitale esterno impongono vincoli patrimoniali vincolanti ai loro e utilizzare tassi di sconto superiori al mercato nel processo di budgeting del capitale.¹³⁰

Inoltre, secondo Shleifer e Vishny, i manager spesso investono oltre il livello di massimizzazione del valore, spesso il comportamento manageriale è caratterizzato da un disinteresse per la massimizzazione del valore, in particolare nei settori in declino.¹³¹

I contratti impliciti specifici del manager, secondo gli autori, sono più difficili da limitare e monitorare rispetto ai contratti espliciti, i contratti impliciti sono spesso sostenuti dalla reputazione personale del manager piuttosto che dalla reputazione aziendale, in modo che il manager, piuttosto che l'azienda, possa godere della fiducia della parte contraente: in questo modo, il manager si mostra più "prezioso" per l'azienda.¹³²

Grazie a questi investimenti (entrenchment manageriale) i manager possono ridurre la probabilità di essere sostituiti, ottenendo salari maggiori e maggiori benefici da parte degli azionisti, conseguendo in contemporanea un maggiore margine di manovra nella determinazione della strategia aziendale.¹³³

Il contributo di Jensen (1986) ha messo a fuoco una teoria che lega l'opportunismo manageriale con l'utilizzo del free cash flow, nello specifico, Jensen evidenzia come i conflitti di interesse tra azionisti e manager sulle politiche di remunerazione sono particolarmente gravi quando l'organizzazione aziendale genera un'entità consistente di free cash flow: infatti, i manager hanno interesse ad evitare di versare i free cash flow dell'impresa agli azionisti, così da evitare sia che diminuiscano le risorse sotto il loro controllo, sia un eventuale monitoraggio da parte del mercato dei capitali, in caso di ricorso a nuove fonti di finanziamento esterne all'ambiente aziendale.¹³⁴

Inoltre, i manager che dispongono di un'entità consistente di free cash flow ed il potere decisionale sul loro utilizzo, potrebbero essere interessati ad utilizzare il free cash flow per avviare o perseguire un processo di crescita dimensionale dell'impresa (eventualmente, anche superando la dimensione ottimale), in quanto, all'aumentare delle dimensioni di un'azienda, aumenta anche l'indipendenza dei

¹³⁰ Shleifer A., Vishny R., *Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments*, Journal of Financial Economics, Volume 25, 1989, pp. 125-126.

¹³¹ Shleifer A., Vishny R., *Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments*, Journal of Financial Economics, Volume 25, 1989, p. 137.

¹³² Shleifer A., Vishny R., *Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments*, Journal of Financial Economics, Volume 25, 1989, pp. 132-133.

¹³³ Shleifer A., Vishny R., *Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments*, Journal of Financial Economics, Volume 25, 1989, p. 137.

¹³⁴ Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, p. 323.

dirigenti aziendali per quanto riguarda le scelte di gestione delle risorse aziendali; inoltre, molto spesso vi è una relazione positiva fra la crescita delle dimensioni d'impresa e la crescita dei compensi aziendali.¹³⁵

Jensen dichiara come il ricorso all'indebitamento sia un ottimo strumento per ridurre i free cash flow a disposizione dei dirigenti, così da ridurre anche la possibilità di un suo utilizzo per comportamenti opportunistici; d'altro canto, l'indebitamento comporterebbe un aumento dei costi di agenzia del capitale di debito.¹³⁶

¹³⁵ Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, pp. 323-324.

¹³⁶ Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, p. 324.

1.4 L'IMPATTO DEI CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI NELLE PMI E NELLE IMPRESE FAMILIARI

Come abbiamo già osservato nei paragrafi precedenti, i conflitti dell'equity producono una serie di problematiche che possono facilmente peggiorare le dinamiche aziendali.

Il presente paragrafo si vuole soffermare sull'influenza che questi conflitti possono avere su due particolari tipologie di imprese: le piccole - medie imprese e le imprese familiari.

All'interno della categoria delle piccole-medie imprese (PMI) vi rientrano tutte le aziende che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro;¹³⁷ per imprese familiari, invece, si intendono tutte le attività aziendali che sono saldamente nelle mani di una famiglia (fondatore/i e/o eventuali parenti, anche in relazione alla generazione al comando).

Queste due peculiari tipologie di imprese hanno dei rapporti piuttosto contrastanti con i conflitti di agenzia del capitale proprio: nelle PMI, molto spesso tali conflitti sono assenti, mentre è piuttosto frequente identificare nelle imprese familiari dei contrasti fra dirigenti e azionisti, nonostante queste due categorie facciano entrambe parte della stessa famiglia.

1.4.1 I conflitti dell'equity nelle PMI

Le piccole e medie imprese (PMI) rappresentano il 99% delle imprese dell'Unione Europea, procurano due terzi dei posti di lavoro del settore privato europeo, e partecipano a più della metà del valore aggiunto totale generato dal settore imprenditoriale dell'Unione Europea.¹³⁸

Le PMI sono delle realtà che si contraddistinguono per un capitale aziendale maggiormente limitato rispetto alle grandi imprese, e che, pertanto, hanno nella scelta dei finanziamenti, caratteristiche nettamente differenti rispetto alle altre imprese, tra cui:

- Una rilevanza maggiore del debito corrente e del debito commerciale sugli investimenti totali;
- una rilevanza minore degli investimenti fissi all'interno degli investimenti totali;
- una forte dipendenza nei confronti del debito bancario (soprattutto nel breve termine);
- un ricorso frequente all'autofinanziamento;
- elevati rapporti di debito/equity e tassi di fallimento;
- elevati costi di adeguamento al livello di indebitamento obiettivo.¹³⁹

Secondo Luczka (2001), i fattori che caratterizzano le PMI sono i seguenti:

- l'autonomia personale del titolare, derivante dalla proprietà del capitale e dalla gestione dell'azienda - il fatto che l'azienda è la principale e spesso unica fonte di reddito e la base dell'esistenza del titolare;

¹³⁷ Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. L. 124 del 20/05/2003, pp. 0036-0041, vedasi Titolo I, Articolo 2.

¹³⁸ Parlamento Europeo, *Piccole e medie imprese*, di Gourdères F., in *Politiche per l'industria, l'energia e la ricerca*, Note tematiche sull'Unione Europea, 2021, disponibile su <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/63/piccole-e-medie-imprese>

¹³⁹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 101-102

- lavoro personale e la piena responsabilità del proprietario che si assume l'intero rischio;
- lavoro in famiglia, quando le PMI sono aziende familiari;
- rapporto personale tra il titolare e i dipendenti, che si traduce in una comunità di lavoro caratterizzata da stretti contatti reciproci;
- che il limite massimo delle dimensioni dell'azienda è determinato dall'opportunità di cogliere da parte del proprietario tutte gli affari in modo tale da controllare tutte le attività che si svolgono nell'impresa e monitorarle efficacemente;
- che il limite inferiore delle dimensioni dell'azienda è determinato dalle esigenze del proprietario derivanti dalla necessità di una piena occupazione e di raggiungere un reddito adeguato;
- che la ditta individuale o la società di persone è la forma giuridica più comune,
- possibilità ridotta di dividere il lavoro all'interno dell'azienda,
- maggiore facilità e velocità di adattamento alle fluttuazioni economiche,
- che l'azienda in genere non impiega, almeno nei primi anni di vita, dipendenti con preparazione professionale.¹⁴⁰

I proprietari di piccole e medie imprese spesso finanziano la loro attività con fondi propri: nella fase iniziale dell'azienda i fondi provengono dai risparmi personali o familiari, mentre nelle fasi successive dagli utili non distribuiti: il motivo più comune per cui si ricorre al capitale proprio è la semplice riluttanza del proprietario dell'azienda nel ricorrere al capitale di debito, e non la paura di dover condividere il controllo come nelle imprese familiari.¹⁴¹

La proprietà teme la dipendenza dal capitale esterno: la riluttanza a finanziare l'attività con capitale esterno è rafforzata dalla convinzione che sia relativamente più costoso per le piccole e medie imprese rispetto alle grandi imprese: il costo del capitale esterno disponibile per le piccole e medie imprese è influenzato, difatti, da varie componenti: un rischio d'impresa più elevato, la possibilità di generare conflitti di agenzia del capitale di debito e la presenza di asimmetrie informative.¹⁴²

I costi del conflitto di agenzia del capitale proprio per le PMI sono inferiori a quelli riscontrati nelle grandi imprese: questo perché, i costi di agenzia sono legati all'esistenza del problema di agenzia e alla necessità di monitorare la gestione da parte del proprietario; dato che, nelle PMI molto spesso il proprietario gestisce direttamente la società, non è raro trovare delle PMI in cui sono totalmente assenti i conflitti dell'equity.¹⁴³

¹⁴⁰ Si veda Michalski G., *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, *Procedia: Economics and Finance*, Volume 34, 2015, p. 463 che cita Luzcka T., *Foreign capital in small and medium enterprise. Selected aspects of the micro-and macroeconomic*, WN PWN, Warsaw-Poznan, 2001, p. 7.

¹⁴¹ Michalski G., *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, *Procedia: Economics and Finance*, Volume 34, 2015, p. 463.

¹⁴² Michalski G., *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, *Procedia: Economics and Finance*, Volume 34, 2015, p. 463.

¹⁴³ Michalski G., *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, *Procedia: Economics and Finance*, Volume 34, 2015, p. 463.

1.4.2 I conflitti dell'equity nelle imprese familiari

Le imprese familiari si caratterizzano per l'accentramento delle funzioni di proprietà, gestione e controllo nelle mani dei membri della stessa famiglia;

Nelle imprese a carattere familiare, una delle priorità dei membri della famiglia proprietaria è quello di evitare che il controllo dell'attività debba essere condiviso con soggetti esterni alla famiglia stessa: per questo motivo, le imprese familiari hanno una dipendenza nettamente maggiore di capitale di debito rispetto alle imprese non familiari; difatti, la famiglia accetta di condividere la proprietà con soggetti estranei alla famiglia solo nei casi in cui abbiano evidenti problematiche nel cercare di aumentare il proprio capitale di debito.¹⁴⁴

Questa avversione alla condivisione del controllo, si traduce in una avversione nell'utilizzo delle risorse comprese nel capitale proprio (oltre che una generale avversione al rischio per queste imprese), e non raramente questa situazione porta ad escludere progetti di investimento nelle risorse immateriali, o progetti che riguardano la diversificazione del rischio aziendale.¹⁴⁵

La letteratura sulle imprese familiari ha analizzato ampiamente l'effetto della gestione della proprietà familiare sulle performance dell'impresa: i ricercatori hanno utilizzato argomenti della teoria dell'agenzia per suggerire effetti sia positivi che negativi: se, solitamente, gli effetti negativi erano limitati all'esclusione di soggetti estranei alla famiglia dalle funzioni principali dell'azienda, in epoca più recente, alcuni autori, come Blanco *et al* (2016), si sono concentrati sulla possibile presenza di conflitti di agenzia interni ai membri della famiglia.¹⁴⁶

Vi sono varie scuole di pensiero che trattano la tematica dei conflitti fra dirigenti ed azionisti che avvengono all'interno delle imprese familiari:

1) Secondo alcuni ricercatori (Chrisman *et al*, 2004), le imprese familiari non dovrebbero sostenere alcun tipo di costo generato dai conflitti dell'equity, grazie alla presenza dei legami altruistici fra i vari membri della famiglia, e al fatto che i membri della famiglia detengono le funzioni di proprietà e di gestione dell'impresa.¹⁴⁷

2) Secondo Carney (2005), nelle imprese familiari i costi di agenzia del capitale proprio sono "insignificanti", in quanto le imprese familiari sono caratterizzate da 3 orientamenti dominanti: la parsimonia nell'uso della ricchezza di famiglia, il personalismo (ovvero che la famiglia rappresenti sia la proprietà che la dirigenza), il particolarismo (ovvero che l'impresa viene considerata come una proprietà privata della famiglia).¹⁴⁸

¹⁴⁴ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *The Trade – off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study*, Family Business Review, Volume 20, 2007, pp. 210-211.

¹⁴⁵ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *The Trade – off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study*, Family Business Review, Volume 20, 2007, pp. 210-211.

¹⁴⁶ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 167.

¹⁴⁷ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 105, che cita Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R., *Comparing the Agency Costs of Family and Non – Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, Family Business Review, Volume 12, Numero 1, 2004, pp. 335-336.

¹⁴⁸ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 105, che cita Carney M., *Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms*, Entrepreneurship Theory and Practice, Volume 29, Numero 3, 2005, pp. 254-255.

3) Sempre secondo Chrisman *et al* (2004) non si considerano realmente presenti dei costi di agenzia nelle imprese familiari, in quanto queste sono strumentali al perseguimento di obiettivi sia economici che non economici (ovvero obiettivi personali della famiglia).¹⁴⁹

Secondo Hendry (2005), una problematica che contraddistingue le imprese familiari è quella dell'incompetenza onesta: ovvero, i criteri selettivi del personale dirigenziale di queste imprese favoriscono od addirittura, individuano esclusivamente membri della famiglia, a prescindere dalle loro effettive competenze.¹⁵⁰

Blanco *et al* (2016) concordano sul considerare i conflitti dell'equity in rapporto al contesto temporale dell'impresa familiare.

Nei primi anni di vita dell'impresa familiare, cioè nell'impresa del fondatore, i costi di agenzia sono pressoché assenti, sia per l'accentramento di tutte le funzioni aziendali nelle mani del fondatore, sia per la presenza di relazioni familiari solide, strette e caratterizzate da un supporto fra i vari membri della famiglia che genera valore per le generazioni successive.¹⁵¹

Negli anni seguenti, quando si cede il testimone alle generazioni successive si verificano i primi conflitti dell'equity: molto spesso, non tutti i membri della famiglia ottengono una posizione da dirigenti, ed alcuni rimangono solo proprietari, questa situazione può facilmente generare asimmetrie informative tra gli stessi membri della famiglia.¹⁵²

Poiché il coinvolgimento socio-emotivo dei membri della famiglia diminuisce con lo stadio generazionale, i membri della famiglia delle generazioni successive possono essere più motivati a perseguire vantaggi personali piuttosto che i migliori interessi del gruppo aziendale.¹⁵³

La letteratura sulle imprese familiari suggerisce, infatti, che i conflitti di agenzia sono più elevati per le imprese familiari nelle generazioni successive perché la crescita della famiglia in ogni fase generazionale accentua la separazione della proprietà e del controllo tra i manager della famiglia e un gruppo sempre più ampio di proprietari che non svolgono compiti di gestione: nello specifico, a quel punto, si possono distinguere i membri della famiglia in:

-proprietari familiari attivi, ovvero membri della famiglia che sono sia proprietari che manager;

¹⁴⁹ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 105, che cita Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R., *Comparing the Agency Costs of Family and Non – Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, Family Business Review, Volume 12, Numero 1, 2004, p. 348.

¹⁵⁰ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 105, che cita Hendry J., *Beyond self-interest: agency theory and the board in a satisficing world*, British Journal of Management, Volume 16, 2005, p. S61.

¹⁵¹ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, pp. 167-170.

¹⁵² Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, pp. 167-170.

¹⁵³ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 172.

-proprietari familiari passivi, ovvero membri della famiglia che sono proprietari ma non partecipano alla gestione dell'azienda.¹⁵⁴

I legami familiari cambiano con la fase generazionale e gli atteggiamenti individuali compromettono la cooperazione, generando una divergenza di obiettivi ed asimmetrie informative in seno ai membri della famiglia: queste argomentazioni suggeriscono che i problemi legati all'altruismo e all'autocontrollo rendono difficile per i manager familiari rappresentare in modo affidabile i propri interessi e quelli dell'azienda e degli altri membri della famiglia, il che influisce negativamente sulla performance dell'azienda.¹⁵⁵

Come considerano Gersick *et al.*, (1997), i legami familiari sono più deboli nelle aziende familiari di generazione successiva alla prima, non solo tra membri della famiglia della stessa generazione, ma anche tra quelli di generazioni successive.¹⁵⁶; ciò a causa della creazione di diversi nuclei familiari.

Questo progressivo indebolimento dei legami familiari riduce la motivazione dei proprietari familiari attivi della famiglia a esercitare sforzi per promuovere la cooperazione, mentre aumenta la loro propensione a comportarsi in maniera opportunistica.¹⁵⁷

Le generazioni familiari successive coinvolte nella gestione dell'impresa si orienteranno maggiormente verso i propri obiettivi, ad esempio, consumando benefici non pecuniari o utilizzando le risorse per promuovere investimenti non redditizi in cui hanno un interesse particolare piuttosto che verso quelli dei proprietari familiari passivi o delle generazioni familiari future.¹⁵⁸

Secondo Schulze *et al* (2003), i manager familiari sono maggiormente propensi a perseguire gli obiettivi della propria famiglia (o del proprio ramo familiare), piuttosto che quello dell'impresa; i conflitti di interesse possono, infatti, esistere anche tra i membri di famiglia: nello specifico tra i proprietari familiari attivi e i proprietari familiari passivi.¹⁵⁹

Eddleston e Kellermans (2007) ribadiscono che i proprietari familiari attivi possono allocare in modo errato le risorse aziendali a vantaggio del proprio nucleo familiare e a discapito degli altri rami familiari: ad esempio, possono assumere parenti incompetenti del proprio nucleo familiare per far ricoprire loro

¹⁵⁴ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 167.

¹⁵⁵ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, pp. 168-172.

¹⁵⁶ Si veda Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 168, che citano Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., Dino, R. N. (2005). *The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms*. Journal of Organizational Behavior, Volume 26, Numero 3, 2005, pp. 313–330.

¹⁵⁷ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 170.

¹⁵⁸ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 170.

¹⁵⁹ Si veda Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 167, che citano Schulze W., Lubatikin M.H., Dino R.N., Buckholtz A.K., *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*, Organization Science, Volume 12, Numero 2, 2001, pp. 99-116.

posizioni chiave, al contempo pagando a questi membri della famiglia stipendi superiori a quelli della concorrenza o dando loro ricompense non allineate alle loro prestazioni, senza curarsi se questi comportamenti possono compromettere le prestazioni dell'azienda.¹⁶⁰

Anche Miller *et al* (2013) sostengono che i conflitti di agenzia sono più elevati per le imprese familiari nelle generazioni successive alla prima, perché la crescita della famiglia in ogni fase generazionale accentua la separazione della proprietà e del controllo tra i manager della famiglia e si forma un gruppo di proprietari che non svolgono compiti di gestione, gruppo che col tempo è destinato a diventare sempre più ampio.¹⁶¹

Chrisman *et al.* (2007) affermano che i proprietari delle imprese familiari sembrano considerare i manager di famiglia come agenti e utilizzano meccanismi di monitoraggio per controllare il loro comportamento.¹⁶²

In conclusione, poiché le famiglie sono eterogenee, con membri che hanno obiettivi e finalità diverse, la presenza di proprietari familiari attivi e passivi può portare all'opportunismo dei primi: con i proprietari familiari attivi che possono utilizzare il marchio aziendale per raggiungere obiettivi personali o del proprio ramo familiare a scapito di altri rami della famiglia e possono anche dirottare le risorse del marchio per uso personale.¹⁶³

¹⁶⁰ Si veda Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 167, che citano Eddleston K. A., Kellermanns, F. W., *Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective*, Journal of Business Venturing, Volume 22, Numero 4, 2007, pp.545–565.

¹⁶¹ Si veda Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 169, che citano Miller, D., Minichilli, A., Corbetta, G., *Is family leadership always beneficial?*, Strategic Management Journal, Volume 34, Numero 5, 2013, pp. 553–571.

¹⁶² Si veda Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 170, che citano Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., Chang, E. P. C., *Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms*, Journal of Business Research, Volume 60, Numero 10, 2007, pp. 1030–1038.

¹⁶³ Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective*, Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, p. 170.

CAPITOLO 2

MODALITÀ DI RISOLUZIONE DEI CONFLITTI DI AGENZIA TRA MANAGER E AZIONISTI

2.1. LE CARATTERISTICHE DELLA CORPORATE GOVERNANCE

Il termine corporate governance ha origine negli Stati Uniti d'America, e descrive tutti gli strumenti volti ad ottenere un assetto equilibrato tra i poteri di amministrazione e controllo, e di tutti i rapporti fra i soci facenti parte della proprietà aziendale.¹⁶⁴

In particolare, la corporate governance include dei meccanismi di controllo interni ed esterni che sono utilizzati per cercare di allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti; questa definizione di corporate governance è supportata da diversi studi in questo campo di ricerca, come, ad esempio Jensen (1993), Bushman e Smith (2001), Holderness (2003).¹⁶⁵

Gli organi che si possono considerare parte della corporate governance sono gli organi titolari delle funzioni di proprietà, di gestione e di controllo (di cui si è già parlato nel primo capitolo di questo elaborato).

Con una certa frequenza, questi organi si relazionano con la funzione di revisione aziendale: tale funzione comprende tutti i procedimenti di controllo amministrativo, contabile e gestionale che hanno come obiettivo la verifica e l'accuratezza dei dati aziendali e dei sistemi di controllo interno adottati dall'azienda.¹⁶⁶

I sistemi di corporate governance possono essere organizzati in tre diversi regimi: il regime detto tradizionale, il regime denominato dualistico ed il regime monistico.

Nel regime tradizionale l'assemblea dei soci nomina sia l'organo di gestione (CDA), che l'organo di controllo (collegio sindacale): in questo caso entrambi gli organi rispondono direttamente all'assemblea dei soci, garantendo una sorta di indipendenza sia per la funzione di gestione che per la funzione di controllo.¹⁶⁷

Nel regime duale (o dualistico), l'assemblea dei soci nomina il consiglio di sorveglianza (organo di controllo), questo, a sua volta, elegge i membri del consiglio di gestione (organo di gestione): per cui, in questo sistema, l'operato dell'organo di gestione è supervisionato dall'organo di controllo, il quale nell'esplicitare l'azione di nomina/revoca dei gestori e di approvazione del bilancio è titolare di una funzione residua di gestione.¹⁶⁸

¹⁶⁴ Montalenti P., Cagnasso O., *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p.1.

¹⁶⁵ Si veda Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Volume 19, Numero 1, 2019, pp. 1-22, che cita Jensen, M.C., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, *The Journal of Finance*, Volume 48, Numero 3, 1993, pp. 831-880; e che cita Bushman, R.M., Smith, A.J., *Financial accounting information and corporate governance*, *Journal of Accounting and Economics*, Volume 32, Numeri 1-3, 2001, pp. 237-333; e Holderness, C.G., *A survey of blockholders and corporate control*, *Economic Policy Review*, Volume 9, Numero 1, 2003, pp. 51-64.

¹⁶⁶ Marchi L., *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè Editore, Milano, 2012, pp. 3-4.

¹⁶⁷ Spiotta M., Cavanna M., *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p.592.

¹⁶⁸ Spiotta M., Cavanna M., *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 602-603.

Nel sistema monistico, invece, l'assemblea dei soci nomina il consiglio di amministrazione (organo di gestione), che, al suo interno nomina un comitato per il controllo sulla gestione (organo di controllo); in questo caso la funzione di controllo può essere considerata di supporto alla funzione di gestione; all'interno del comitato per il controllo sulla gestione possono essere nominati solamente amministratori indipendenti e che non sono esecutivi (in altre parole, amministratori che non fanno parte della dirigenza dell'impresa).¹⁶⁹

Mentre nel sistema tradizionale la presenza di una società di revisione per esplicitare la funzione di audit esterna è obbligatoria solo per le società quotate, negli altri casi tale funzione può essere affidata al collegio sindacale; invece, nel sistema dualistico ed in quello monistico, la funzione di revisione esterna è sempre obbligatoria.¹⁷⁰

Le commissioni di revisione, le dimensioni della revisione e la specializzazione del settore sono considerate come elementi costitutivi della corporate governance esterna; mentre, la proprietà manageriale, la remunerazione dei dirigenti e la presenza di un comitato di revisione fanno parte del sistema interno di corporate governance.¹⁷¹

Dalocchio e Salvi (2011) identificano tre componenti essenziali di una corporate governance ritenuta efficace: queste componenti sono la trasparenza, l'etica, e l'indipendenza: la trasparenza si riferisce ad una corretta comunicazione al mercato, sia in termini di tempi che di completezza; l'etica riguarda la capacità di creazione del valore dell'impresa, curando alcuni temi sociali come la tutela ambientale, i diritti umani, la cura della salute e della sicurezza dei lavoratori; l'indipendenza si esplicita grazie alla presenza di professionisti indipendenti negli organi di governance, intesi come amministratori e sindaci indipendenti che hanno l'obiettivo di garantire gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder aziendali.¹⁷²

Il costo degli strumenti di corporate governance, come proposto da Solomon (2013), dipende dalla qualità degli strumenti stessi: ad esempio, sistemi di corporate governance di alta qualità (come un sistema di controllo interno avanzato, l'assunzione di amministratori non esecutivi esperti e con stipendi elevati e l'impegno con le società di revisione) sono in grado di garantire la qualità della governance ma sono anche più costose rispetto alle loro controparti di bassa qualità.¹⁷³

Solitamente, questi strumenti di corporate governance vengano richiesti principalmente da imprese con una entità maggiore di costi di agenzia: in altri termini, si può dire che vi è una relazione tra la presenza dei conflitti dell'equity e la presenza dei meccanismi di corporate governance, definizione condivisa da Dey (2008), ed Armstrong *et al* (2010); secondo cui, quando si registra un aumento dei costi di agenzia,

¹⁶⁹ Spiotta M., Cavanna M., *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 613-614.

¹⁷⁰ Spiotta M., Cavanna M., *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 592.

¹⁷¹ Chaudhary P., *Agency costs, board structure and institutional investors: case of India*, *Asian Journal of Accounting Research*, Volume 7, Numero 1, 2021, p. 47.

¹⁷² Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 78. che cita Dalocchio M, Salvi A., *Finanza aziendale 2 – Finanza straordinaria*, Egea s.p.a., Milano, 2011, pp. 552-553.

¹⁷³ Si veda Kasbar M.S.H., Tsitsianis N., Triantafylli A., Haslam C., *An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance*, *Journal of Applied Accounting Research*, 2022, p. 6., che citano Solomon, J., *Corporate Governance and Accountability*, Jon Wiley & Sons, London, 2013.

questi determineranno un aumento della struttura di corporate governance interna e/o esterna,¹⁷⁴ anche Filatotchev e Nakajima (2014) sono concordi con questo pensiero, arrivando a definire la corporate governance come un insieme di pratiche organizzative volte a monitorare, e, se necessario, limitare la discrezionalità manageriale.¹⁷⁵

La struttura di governance di un'impresa è determinata dal numero di meccanismi volti a ridurre al minimo i conflitti di agenzia: in altre parole, i conflitti di agenzia e i meccanismi di governance in un'impresa sono probabilmente complementari: più elevati sono i livelli del conflitto dell'equity all'interno dell'impresa più forti saranno le strutture di governance adottate dall'impresa stessa.¹⁷⁶

In riferimento a ciò, Dey (2008) studia l'associazione tra corporate governance e conflitti di agenzia: attraverso l'analisi delle componenti principali, l'autore seleziona 22 variabili individuali di corporate governance per ottenere sette fattori principali che rappresentano le principali dinamiche della struttura di corporate governance di un'impresa: i risultati di questo studio mostrano che le imprese con conflitti di agenzia più accentuati dispongono dei migliori meccanismi di corporate governance, in particolare per quanto riguarda la composizione e il funzionamento del consiglio di amministrazione e la funzione di revisione.¹⁷⁷

Di conseguenza, le società che operano in un ambiente con alti conflitti di agenzia dovrebbero investire in sistemi di corporate governance costosi, al fine di mantenere il contatto con i loro obiettivi finanziari; al contrario, le società che presentano bassi livelli di conflitto di agenzia possono permettersi di risparmiare in termini di sistemi di corporate governance; questo implica che se una società che presenta bassi livelli di conflitti di agenzia investe in dispositivi di governance avanzati o costosi, questi potrebbero influire negativamente sulla sua performance finanziaria, perché il costo di avere meccanismi di corporate governance avanzati supera i benefici.¹⁷⁸

Francis e Wilson (1988) dimostrano che vi è una serie di meccanismi di corporate governance che sono significativamente associati in modo positivo alla domanda di revisioni contabili differenziate per qualità; tali meccanismi sono:

- il monitoraggio dei contratti di incentivazione delle prestazioni;
- la diffusione della proprietà aziendale;

¹⁷⁴ Si veda Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 19, Numero 1, 2019, p. 3, che cita Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, pp. 1143-1181; e che cita Armstrong, C.S., Guay, W.R., Weber, J.P., *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*, Journal of Accounting and Economics, Volume 50, Numeri 2-3, 2010, pp. 179-234.

¹⁷⁵ Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, Academy of Management, Volume 28, Numero 3, 2014, p. 292

¹⁷⁶ Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, p. 1147.

¹⁷⁷ Si veda Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 19, Numero 1, 2019, pp. 3-4, che cita Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, pp. 1143-1181;

¹⁷⁸ Kasbar M.S.H., Tsitsianis N., Triantafylli A., Haslam C., *An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance*, Journal of Applied Accounting Research, 2022, p. 6.

- il conflitto tra proprietario e detentore del debito;
- l' emissione di titoli azionari.¹⁷⁹

Lo studio di Schauble (2019) cerca di superare questi problemi applicando l'analisi statistica delle frontiere per stimare i costi di agenzia come la differenza tra il valore effettivo di un'impresa e il suo massimo valore ipotetico: l'associazione della misura rispettiva dei costi di agenzia viene esaminata attraverso delle proxy per la revisione contabile differenziata in base alla qualità (come, ad esempio, gli onorari di revisione, la specializzazione settoriale del revisore, le dimensioni del revisore), ed i meccanismi interni di corporate governance (come la proprietà del management, la remunerazione del management, la presenza di un programma di opzioni e l'esistenza di un comitato di revisione).¹⁸⁰

Da questo lavoro è scaturito che una società di revisione specializzata nel settore o di grandi dimensioni è significativamente associata in modo negativo al livello dei costi di agenzia di un'impresa: l'autore suggerisce pertanto, un'implementazione delle pratiche di corporate governance per fronteggiare la presenza dei conflitti dell'equity.¹⁸¹

Il modello principale-agente ha ampio spazio nella ricerca economico-finanziaria sulla corporate governance: difatti, tale filone studia l'efficienza dei vari meccanismi di governance aziendale considerata dal punto di vista degli azionisti, che investono risorse e perseguono il massimo rendimento del capitale investito; questo approccio ha enfatizzato il ruolo dell'opportunismo personale dei dirigenti e della contrattazione detta "a distanza" tra azionisti e manager.¹⁸²

Gillan, Hartzell e Starks (2003), esaminando la corporate governance delle imprese statunitensi, hanno elaborato la misura con cui le caratteristiche del settore sono associate con le strutture di governance delle imprese, vale a dire, la struttura del consiglio di amministrazione, le disposizioni statutarie (ad esempio, dispositivi antitakeover); tali autori documentano che i fattori del settore contribuiscono maggiormente alla variazione spiegabile nella loro indici di governance, e dominano i fattori aziendali;¹⁸³ anche Smith e Watts (1992) sostengono che i fattori del settore e l'insieme delle opportunità di investimento determinano le politiche di governance delle imprese.¹⁸⁴

Nell'ambito dei conflitti di agenzia, l'efficacia della governance è associata a caratteristiche strutturali del meccanismo di governance dell'impresa, come l'indipendenza del consiglio di amministrazione (ad

¹⁷⁹ Si veda Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 19, Numero 1, 2019, p. 4 che cita Francis, J.R., Wilson, E.R., *Auditor changes: a joint test of theories relating to agency costs and auditor differentiation*, The Accounting Review, Volume 63, Numero 4, 1988, pp. 663-682.

¹⁸⁰ Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 19, Numero 1, 2019, p. 15.

¹⁸¹ Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 19, Numero 1, 2019, p. 16.

¹⁸² Si vedano Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, Academy of Management, Volume 28, Numero 3, 2014, p. 292 che citano Filatotchev I. Wright M., *The life cycle of Corporate Governance*, The New Global Economy, London, 2005; e che citano Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, Volume 52, 1997, pp. 737-783.

¹⁸³ Si veda Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, p. 1147, che cita Gillan S., Hartzell J., Starks L., *Explaining Corporate Governance: Boards, By laws and Charter Provisions*, Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper, No. 2003-03, University of Texas, Austin, 2003.

¹⁸⁴ Si veda Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, p. 1147, che cita Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292.

esempio, una percentuale di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione dell'impresa e ruoli separati di amministratore delegato e presidente) e la struttura proprietaria (ad esempio, la concentrazione della proprietà o la proprietà frazionaria detenuta da grandi blocchi).¹⁸⁵

La letteratura giuridica sulla corporate governance si concentra sulla relazione di agenzia tra il consiglio di amministrazione e la società, in quanto il diritto societario limita il comportamento opportunistico del management elaborando norme che regolano le azioni del consiglio di amministrazione;¹⁸⁶ tali regole possono includere la risoluzione dei conflitti di interesse attraverso la divulgazione e il consenso, la correzione dell'asimmetria informativa attraverso la divulgazione e l'imposizione della riservatezza e la limitazione dell'opportunismo del management attraverso l'imposizione della responsabilità al consiglio di amministrazione.¹⁸⁷

¹⁸⁵ Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, Academy of Management, Volume 28, Numero 3, 2014, p. 292.

¹⁸⁶ Si veda Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, Academy of Management, Volume 28, Numero 3, 2014, pp. 291-292, che citano Nakajima C., *Shareholder primacy revisited*, Company Lawyer, Volume 33, 2012, pp. 193-198.

¹⁸⁷ Si veda Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, Academy of Management, Volume 28, Numero 3, 2014, pp. 291-292, che citano Nakajima C., Sheffield E., *Conflicts of interest and Chinese walls*, London: Butterworths, London, 2002.

2.2. LE DETERMINANTI DELLA STRUTTURA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

2.2.1. Aspetti generali del funzionamento del consiglio di amministrazione

Gli elementi centrali comuni dei sistemi di controllo decisionali diffusi nelle organizzazioni complesse di tutti i tipi sono le gerarchie decisionali formali in cui le iniziative decisionali degli agenti di livello inferiore vengono trasmesse agli agenti di livello superiore, prima per la ratifica delle decisioni, e poi per il monitoraggio delle azioni: tali gerarchie decisionali si trovano nelle grandi aziende aperte, nelle grandi società professionali, nelle grandi mutue finanziarie e nelle grandi organizzazioni non profit.¹⁸⁸

Le gerarchie decisionali formali sono sostenute da sistemi di monitoraggio reciproco informali, che sono un sottoprodotto dell'interazione che ha luogo per produrre risultati e sviluppare il capitale umano.¹⁸⁹

Il consiglio di amministrazione, attraverso le attività di ratifica e di controllo delle decisioni strategiche, rappresenta l'apice comune dei sistemi di controllo decisionali di tutte le organizzazioni in cui gli agenti decisionali non rischiano che le loro decisioni generino delle variazioni negative sulla loro ricchezza personale.¹⁹⁰

Il consiglio di amministrazione è autorizzato dagli azionisti a esercitare il controllo finale sul top management; in questo modo, mentre il management è delegato dal consiglio di amministrazione ad avviare e attuare varie decisioni, è il consiglio stesso che detiene il controllo e l'autorità di ratificare e monitorare le principali iniziative politiche e di assumere, licenziare e stabilire la retribuzione dei dirigenti; come spiegato da Fama e Jensen (1983), il consiglio di amministrazione riduce i conflitti di agenzia mantenendo separati gli aspetti di gestione e di controllo del processo decisionale;¹⁹¹ anche secondo Eisenhardt (1989), nel contesto dei conflitti del capitale proprio, i consigli di amministrazione rappresentano il principale strumento a disposizione degli azionisti per controllare il comportamento dei dirigenti.¹⁹²

Difatti, il consiglio di amministrazione può essere considerato come lo strumento più importante a disposizione degli azionisti per quanto riguarda il monitoraggio dei dirigenti, poiché, il consiglio di amministrazione è responsabile di alcune operazioni centrali per la corporate governance; infatti, il consiglio: dirige gli affari aziendali, è responsabile della formulazione della strategia, e fornisce consulenza al top management, garantisce che le risorse critiche siano disponibili per l'azienda e valuta le prestazioni manageriali; il consiglio d'amministrazione è un insieme di individui che agiscono in ruoli diversi per adempiere a questi vari funzioni; la composizione del consiglio di amministrazione influenza quindi in modo critico il successo di un'azienda.¹⁹³

¹⁸⁸ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, pp. 322-323.

¹⁸⁹ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, pp. 322-323.

¹⁹⁰ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, pp. 322-323.

¹⁹¹ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 59, che citano Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983. Pp. 301-325.

¹⁹² Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, The Academy of Management Review, vol. 14, n. 1, 1989, p. 65.

¹⁹³ Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217.

Le figure centrali per le funzioni del consiglio di amministrazione sono quelle del presidente del consiglio di amministrazione (chairman), e, quando presenti, il lead independent director e l'amministratore delegato (Ceo).

Il Presidente del consiglio di amministrazione (o chairman), è una figura eletta dai membri del consiglio di amministrazione, oppure direttamente dall'assemblea dei soci; il presidente del consiglio di amministrazione "convoca il consiglio di amministrazione, ne fissa l'ordine del giorno, ne coordina i lavori e provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri".¹⁹⁴

Al presidente del consiglio di amministrazione è quindi riconosciuto un potere di impulso, organizzazione e coordinamento dei lavori, ed al contempo è un ruolo di garanzia dell'informazione; molto spesso, al presidente spettano anche le funzioni di legale rappresentanza della società e di presidenza delle assemblee.¹⁹⁵

Nel caso delle società quotate, il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione è ancora più importante, in quanto, oltre alle funzioni già viste, il presidente del consiglio di amministrazione deve adoperarsi affinché la documentazione riguardante gli argomenti dell'ordine del giorno arrivi con congruo anticipo a tutti gli amministratori ed ai sindaci; inoltre, il presidente può, anche su richiesta degli altri amministratori, invitare dirigenti che hanno responsabilità gestionali all'interno della società o del gruppo di cui la società fa parte.¹⁹⁶

Il consiglio di amministrazione ha la possibilità di delegare (sempre che sia prevista dallo statuto o dall'assemblea dei soci) le proprie attribuzioni a un comitato esecutivo (organo collegiale) o a un amministratore delegato (organo unipersonale), oppure ad entrambi; il consiglio di amministrazione non può mai delegare proprie funzioni ad uno o più soggetti esterni al consiglio stesso, non è mai costretto a delegare il proprio potere ad un amministratore delegato; e vi sono alcune funzioni che non possono delegare, riguardanti l'emissione delegata di prestiti obbligazionari convertibili in azioni, la redazione di progetti di bilancio, gli aumenti di capitale delegati al consiglio e gli adempimenti in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale per perdite, e la redazione di progetti di fusione o scissione.¹⁹⁷

Gli amministratori che ricevono deleghe sono coloro che curano che l'assetto organizzativo, amministrativo, e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa; gli amministratori deleganti, invece, sono coloro che valutano l'adeguatezza degli assetti basandosi sulle informazioni che hanno ricevuto dai delegati.¹⁹⁸

La funzione di governo della gestione del consiglio di amministrazione si esplicita attraverso le deleghe di comitati esecutivi o di amministratori delegati, mentre la funzione di valutazione di gestione del consiglio si svolge attraverso il monitoraggio delle azioni dei soggetti delegati alla gestione.¹⁹⁹

¹⁹⁴ Articolo 2381 Codice Civile

¹⁹⁵ Fregonara E., Cavanna M., *La struttura ed il funzionamento*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 165.

¹⁹⁶ Fregonara E., Cavanna M., *La struttura ed il funzionamento*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 173.

¹⁹⁷ Irrera M., Spiotta M., Cavanna M., *L'articolazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 211-215.

¹⁹⁸ Irrera M., Spiotta M., Cavanna M., *L'articolazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 217.

¹⁹⁹ Irrera M., Spiotta M., Cavanna M., *L'articolazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 217.

Alcuni autori (come Arthur, 2001) ritengono che la separazione della posizione di presidente e amministratore delegato rafforzi la capacità di monitoraggio del consiglio di amministrazione, in quanto un presidente indipendente può portare a una maggiore indipendenza dal management dell'azienda.²⁰⁰

Nel caso in cui tale separazione non avvenga, è opportuno che venga nominato all'interno del CDA un lead independent director: Il ruolo di lead independent director è un ruolo cruciale per il buon funzionamento dell'attività del CDA, nel caso di società quotate ad azionariato diffuso; questa carica non è obbligatoria, bensì consigliata dal Codice di Autodisciplina (art 2, P.4) in ogni caso in cui il presidente ricopre anche la carica di amministratore delegato, oppure è di fatto colui che controlla la società, oltre che nel caso in cui venga richiesto dagli amministratori indipendenti.²⁰¹

Il lead independent director è un amministratore indipendente, che ha il compito di supportare il presidente nei compiti di coordinamento e di informazione che questo deve svolgere; allo stesso tempo, rappresenta un punto di riferimento per gli altri amministratori indipendenti, difatti può convocare e presiedere riunioni di soli amministratori indipendenti e, inoltre, li rappresenta nei rapporti con gli azionisti.²⁰²

Il consiglio di amministrazione, secondo Baysinger e Butler (1985), con il suo potere di assumere, licenziare e sanzionare il management a intervalli regolari o irregolari, viene interpretato come una struttura di governo specializzata che economizza i costi di transazione per questo particolare insieme di contratti manager-azionista: al consiglio di amministrazione viene quindi attribuito un grande peso nella governance dei contratti intrasocietari: esso fornisce uno strumento di protezione attraverso il quale i conflitti di interesse possono essere mediati senza rompere le relazioni contrattuali già stabilite: l'eccessivo ricorso ai diritti di azione legale, alla vendita di azioni, alle lotte per le deleghe e ad altre forme di risoluzione distruttiva delle controversie può essere evitato attraverso un'efficace mediazione consiliare.²⁰³

Il consiglio di amministrazione viene spesso rappresentato come un organo legalmente costituito che agisce collettivamente: in altre parole, il consiglio di amministrazione è visto come un organo di governo controllato di regola dalla maggioranza (o da una regola di voto simile) piuttosto che come un insieme disaggregato di individui che svolgono funzioni diverse.²⁰⁴

Mentre autori come Hermalin e Weisbach (1988) suggeriscono che i consigli di amministrazione rappresentano una risposta endogena ai problemi d'agenzia, altri come Bushman *et al* (2004) documentano che le strutture che determinano la composizione dei consigli di amministrazione (nonché

²⁰⁰ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano Arthur N., *Board composition as the outcome of an internal bargaining process: empirical evidence*, Journal of Corporate Finance, Volume 7, 2001 ,pp. 307–340.

²⁰¹ Si veda Fregonara E., Cavanna M., *La struttura ed il funzionamento*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 173, che cita l'articolo 2 del Codice di Autodisciplina delle società quotate.

²⁰² Fregonara E., Cavanna M., *La struttura ed il funzionamento*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 173.

²⁰³ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 107.

²⁰⁴ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 107.

gli incentivi azionari dei dirigenti) e le concentrazioni di proprietà variano a seconda dei sistemi contabili e delle complessità organizzative delle imprese.²⁰⁵

2.2.2. La dimensione del consiglio di amministrazione

I consigli di amministrazione, specialmente quelli con un numero non troppo ristretto di membri, rendono più difficile la collusione tra i vertici decisionali e gli agenti di controllo e sono il meccanismo che permette di separare la funzione di gestione da quella di controllo delle decisioni.²⁰⁶

I singoli amministratori contribuiscono al consiglio con diverse competenze e capacità e, pertanto, con l'aumentare delle dimensioni del consiglio, la sua maggiore capacità di monitoraggio potrebbe ridurre i conflitti di agenzia tra manager e azionisti in maniera più efficace.²⁰⁷

Tuttavia, questo beneficio potrebbe essere controbilanciato dalla riduzione dell'impegno e della cooperazione tra gli amministratori, riduzione per l'appunto dovuta all'aumento delle dimensioni del consiglio: ad esempio, una comunicazione inefficace e un processo decisionale inadeguato possono derivare dall'aumento delle dimensioni del consiglio di amministrazione oltre il livello ottimale per l'azienda.²⁰⁸

Tra i sostenitori dell'utilità di un aumento dell'ampiezza del consiglio di amministrazione, vi sono Garanina e Kailova (2016), ed Allam (2018), analizzando le imprese del Regno Unito, ha riscontrato il ruolo positivo di un consiglio di amministrazione di ampie dimensioni.²⁰⁹

Invece, tra coloro che considerano nocivo l'aumento delle dimensioni di un consiglio, abbiamo Lipton e Lorsch (1992), i quali sostengono che i consigli di amministrazione più piccoli lavorano in modo più efficace;²¹⁰ della stessa linea Jensen (1993) e Yermack (1996): il primo suggerisce che le dimensioni del

²⁰⁵ Si veda Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, p. 1147 che cita Hermalin B., Weisbach M., *The Determinants of Board Composition*, Rand Journal of Economics, Volume 19, 1988, pp. 589-606; e che cita Bushman R.M., Chen Q., Engel E., Smith A., *Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems*, Journal of Accounting and Economics, Volume 37, 2004, pp. 167-201.

²⁰⁶ Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, p. 323.

²⁰⁷ Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316.

²⁰⁸ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano John K., Senbet L., *Corporate governance and board effectiveness*, Journal of Banking and Finance, Volume 22, 1998, pp. 371-403.

²⁰⁹ Si veda Chaudhary P., *Agency costs, board structure and institutional investors: case of India*, Asian Journal of Accounting Research, Volume 7, Numero 1, 2021, p. 45 che cita Garanina, T., Kaikova, E., *Corporate governance mechanisms and agency costs: cross country analysis*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 16, Numero 2, 2016, pp. 347-360. ;e che cita Allam, B.S. (2018), *The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence*, Corporate Governance (Bingley), Volume 18, Numero 6, 2018, pp. 1147-1176.

²¹⁰ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano Lipton M., Lorsch J., *A modest proposal for improved corporate governance*, The Business Lawyer Volume 48, Numero 1, 1992, pp. 59-77.

consiglio non dovrebbero superare i dieci amministratori;²¹¹ il secondo sostiene che le aziende con un consiglio di amministrazione più ristretto sono associate a migliori rendimenti di mercato.²¹²

Della stessa linea Chaudhary (2021), che osserva come le dimensioni del consiglio di amministrazione possono generare effetti negativi sui costi di agenzia: un consiglio di dimensioni maggiori può creare un problema di coordinamento, oppure l'amministratore delegato può far valere le proprie decisioni con facilità all'interno del consiglio; se le dimensioni del consiglio di amministrazione aumentano i costi di agenzia, la percentuale di amministratori non esecutivi riduce i costi di agenzia delle imprese: entrambe le misure dei costi di agenzia indicano che le imprese dovrebbero avere una consistente partecipazione istituzionale nel capitale azionario, con l'obiettivo di ridurre i problemi legati all'agenzia.²¹³

In generale, la letteratura che si occupa dei consigli di amministrazione, afferma che può esistere una dimensione ottimale del consiglio di amministrazione, la quale però è variabile per ciascuna impresa; per cui non esiste una dimensione ottimale del consiglio di amministrazione che può essere valida per tutte le imprese.²¹⁴

2.2.3. La composizione del consiglio di amministrazione

L'attività di controllo del consiglio di amministrazione implica gli aspetti di ratifica e di monitoraggio del processo decisionale: a questo proposito, la composizione del consiglio di amministrazione diventa importante in quanto la responsabilità principale nel mantenere l'indipendenza del consiglio dipende dai membri indipendenti del consiglio stesso.²¹⁵

La letteratura che ha trattato i conflitti di agenzia riconosce che la composizione del consiglio di amministrazione rappresenta uno dei più efficaci meccanismi volti ad attenuare i conflitti di agenzia all'interno dell'impresa; si sostiene che la percentuale di rappresentanti indipendenti nel consiglio di amministrazione sia correlata alla misura in cui l'impresa impiega altri meccanismi di controllo dei conflitti dell'equity (come le politiche aziendali relative al pagamento dei dividendi ed alla struttura del capitale aziendale).²¹⁶

²¹¹ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano Jensen, M.C., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, The Journal of Finance, Volume 48, Numero 3, 1993, pp. 831-880.

²¹² Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano Yermack D., *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics, Volume 40, 1996, pp. 185-211.

²¹³ Chaudhary P., *Agency costs, board structure and institutional investors: case of India*, Asian Journal of Accounting Research, Volume 7, Numero 1, 2021, pp. 55-56.

²¹⁴ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano Harris M., Raviv A., *A theory of board control and size*, Review of Financial Studies, Volume 21, 2008, pp. 1797-1832.

²¹⁵ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 60.

²¹⁶ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 60.

Esistono ben tre tipologie di membri del consiglio di amministrazione: amministratori interni (inside directors), amministratori grigi o collegati (gray directors), amministratori indipendenti (outside directors).²¹⁷

Per amministratori interni intendiamo tutti gli amministratori che sono dipendenti, ex dipendenti, o familiari di dipendenti: questi amministratori hanno un evidente legame con i membri della dirigenza o sono addirittura manager loro stessi e perciò, non possono essere considerati idonei per la risoluzione dei conflitti del capitale proprio.²¹⁸

Una delle motivazioni della presenza degli insider all'interno del CDA, secondo Hermalin e Weisbach (1988), riguarda la scelta, da parte dell'amministratore delegato, del suo successore; in altre parole, gli insider entrano a fare parte del consiglio di amministrazione per dare loro la possibilità di esporsi in riferimento a vari problemi aziendali, così da mostrarsi influenti rispetto agli altri membri del CDA; tale pratica è inoltre utile anche per gli amministratori indipendenti, che in questo modo possono cominciare a conoscere un potenziale successore dell'attuale amministratore delegato.²¹⁹

I due autori sostengono che vi possono essere dei consigli di amministrazione in cui gli insider sono solo l'amministratore delegato e il suo successore, in cui la successione avviene con maggiore facilità, oppure vi possono essere consigli di amministrazione con un numero più ampio di amministratori insider; in quest'ultimo caso, gli amministratori interni finiscono spesso per competere tra di loro per "conquistare" il ruolo di futuro amministratore delegato.²²⁰

Gli amministratori grigi, nonostante non possono essere considerati amministratori vicini al management come nel caso degli amministratori interni, possono ritrovarsi in una posizione di soggezione nei confronti dei membri della dirigenza e/o degli amministratori interni: difatti, gli amministratori collegati sono di solito consulenti, professionisti, o imprenditori che sono (o desiderano essere) in affari con l'impresa, pertanto potrebbero ritrovarsi a supportare i dirigenti d'impresa.²²¹

Gli amministratori indipendenti sono, invece, coloro che non hanno (e non sono interessati ad avere) alcun tipo di legame con la dirigenza dell'impresa; nonostante possano rappresentare la categoria di amministratori più propensa per risolvere i conflitti del capitale proprio, anche gli amministratori indipendenti potrebbero non riuscire a comprimere il problema d'agenzia: poiché, solitamente, si tratta di amministratori che siedono in diversi consigli di amministrazione, e non avendo una ricchezza personale influenzata direttamente dalla performance di una specifica impresa di cui fanno parte, possono essere facilmente propensi a ridurre i loro sforzi riguardo al monitoraggio dei comportamenti dei dirigenti.²²²

L'indipendenza del consiglio di amministrazione spiega la presenza e la partecipazione di amministratori esterni che non hanno una relazione commerciale sostanziale con l'azienda di riferimento; la presenza

²¹⁷ Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 78 che cita Berk J., De Marzo P., *Finanza Aziendale 2*, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.a., Milano, 2008, p. 269.

²¹⁸ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 78.

²¹⁹ Hermalin B., Weisbach M., *The Determinants of Board Composition*, Rand Journal of Economics, Volume 19, 1988, p. 589.

²²⁰ Hermalin B., Weisbach M., *The Determinants of Board Composition*, Rand Journal of Economics, Volume 19, 1988, p. 589.

²²¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, pp. 78-79.

²²² Si veda Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 79 che cita Berk J., De Marzo P., *Finanza Aziendale 2*, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.a., Milano, 2008, p. 270.

di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione può essere considerata essenziale per un consiglio di amministrazione efficace: inoltre, gli amministratori indipendenti possono contribuire a risolvere i disaccordi tra i manager e gli azionisti; per cui, i consigli di amministrazione composti da amministratori indipendenti forniscono un contrappeso per evitare che gli insider approfittino della loro posizione e della ricchezza degli azionisti.²²³

Solitamente, viene nominato un mix di amministratori esecutivi, indipendenti e grigi per garantire che un consiglio di amministrazione possa amministrare efficacemente i molteplici compiti; nello specifico, gli amministratori grigi e quelli indipendenti possono essere raggruppati in una categoria chiamata amministratori non esecutivi (o NED, Non Executives Director), per sottolineare la loro estraneità dalla direzione dell'azienda; al contempo, tali amministratori contribuiscono all'operato del consiglio grazie a la loro vasta gamma di competenze, basi di conoscenze o legami con risorse esterne.²²⁴

Sia dal punto di vista giuridico che da quello economico, quindi, l'accento è posto sulla corporate governance da parte di un consiglio di amministrazione, visto come un organo di governo in cui l'identità dei suoi membri e le loro proporzioni sono potenzialmente importanti: come componente della struttura di governance di un'impresa, il consiglio di amministrazione dovrebbe avere un mix di membri interni ed esterni.²²⁵

Il consiglio di amministrazione rappresenta una componente fondamentale del sistema di contrattazione relazionale della società: gli amministratori possono tradurre le preferenze degli attori residui, in termini di linee strategiche per i dirigenti, al fine di evitare la manifestazione dei conflitti di interesse; inoltre, i singoli membri del consiglio di amministrazione possono svolgere un ruolo strumentale per l'efficacia dell'organizzazione attraverso i loro legami con importanti entità esterne e la fornitura di consigli e competenze: queste considerazioni suggeriscono una disaggregazione del consiglio di amministrazione secondo queste linee funzionali.²²⁶

Gli amministratori possono possedere preziose qualità come il giudizio, la maturità, la leadership; tuttavia, le differenze tra gli amministratori sono viste più correttamente in termini di attributi professionali: ad esempio, gli amministratori che rappresentano istituzioni finanziarie possono fornire un accesso immediato alle linee di credito ed informazioni o consigli utili sui mercati finanziari.²²⁷

Inoltre, è prassi comune invitare nel consiglio di amministrazione membri di organizzazioni verticalmente interdipendenti (ad esempio, fornitori e clienti commerciali) per razionalizzare alcuni aspetti problematici di eventuali scambi di beni e servizi.²²⁸

L'inclusione di insider nel consiglio di amministrazione è stata descritta come una manovra strategica con la quale l'amministratore delegato fornisce premi impliciti di status a subordinati favoriti, facilita la

²²³ Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, p. 450.

²²⁴ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Hambrick D.C., D'Aveni R.A., *Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies*, Management Science, Volume 38, pp. 1445-1466.

²²⁵ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 108.

²²⁶ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 109.

²²⁷ Si veda Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 108 che citano Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston, 1971.

²²⁸ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 108.

comunicazione di informazioni rilevanti agli amministratori esterni durante le riunioni del consiglio di amministrazione o fornisce un forum per la valutazione delle prestazioni e del potenziale manageriale dei giovani dirigenti.²²⁹

Emergono varie differenze fra gli amministratori indipendenti e quelli grigi: gli amministratori grigi detengono una significativa gratifica personale o legami economici con l'azienda al di là dell'essere membri del consiglio di amministrazione; gli autori sostengono che l'assenza o la presenza di tali legami influisce sulle capacità e sugli incentivi degli NED a svolgere il monitoraggio, la consulenza e l'allocazione di risorse alle varie funzioni dipendenti.²³⁰

Dal punto di vista operativo, gli amministratori indipendenti sono considerati come validi e prestigiosi supervisori, mentre gli amministratori grigi sono visti come importanti consulenti o fornitori di risorse;²³¹ tra le due tipologie, gli amministratori indipendenti sono esenti da interessi o legami personali con l'impresa e sono quindi più adatti a svolgere il compito di monitoraggio perché hanno maggiori probabilità di valutare e disciplinare obiettivamente il top management.²³²

Inoltre, Fama (1980) sostiene che gli amministratori indipendenti siano incentivati ad essere efficaci osservatori per mantenere il valore del loro capitale reputazionale nel mercato del lavoro esterno;²³³ difatti, l'autore considera che gli amministratori indipendenti, rispetto agli amministratori interni, non soffrono di comportamenti subordinati all'amministratore delegato, entrando in gioco la loro reputazione di "arbitri professionisti"; infatti, gli amministratori esterni sono disciplinati dal mercato dei loro servizi, che li valuta in base alle loro prestazioni come arbitri.²³⁴

In generale, gli amministratori indipendenti sono meglio posizionati per sfidare il management ed incoraggiare il cambiamento strategico quando un'azienda affronta un continuo declino delle prestazioni e, nello specifico, la loro utilità emerge soprattutto nei casi in cui un'azienda ha bisogno di operare cambiamenti radicali al suo interno per mantenere la sua sopravvivenza.²³⁵

Anche Chaudhary(2021) condivide il pensiero riguardante l'efficacia dell'operato degli amministratori indipendenti: l'autore considera che le imprese con un buon sistema di governance, sotto forma di dimensioni ridotte del consiglio di amministrazione e di un maggior numero di amministratori non esecutivi, hanno maggiori probabilità di risolvere i conflitti dell'equity: anche gli interventi degli azionisti sono associati in modo significativo ai costi di agenzia, riflettendo la loro importanza nei processi

²²⁹ Si veda Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 108 che citano Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston, 1971.

²³⁰ ²³⁰ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Vicknair, D., Hickman, K. A., Carnes, K. C., *A note on audit committee independence: evidence from the NYSE on 'grey' area directors*, Accounting Horizons, Volume 7, 1993, pp. 53–57.

²³¹ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, pp. 101-124.

²³² Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217.

²³³ Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, p. 295.

²³⁴ Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, p. 295.

²³⁵ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Weisbach, M. S., *Outside directors and CEO turnover*, Journal of Financial Economics, Volume 20, 1988, pp. 431–460.

decisionali aziendali e negli obiettivi di massimizzazione; secondo l'autore, occorre prestare particolare attenzione alle imprese con un numero più elevato di amministratori non esecutivi e di azionisti istituzionali, poiché la loro presenza può rappresentare un basso valore dei costi di agenzia che possono tradursi in una maggiore ricchezza per loro.²³⁶

Quindi, gli amministratori indipendenti sono maggiormente in grado di sfidare gli amministratori delegati rispetto agli amministratori interni o a quelli interni ed hanno incentivi a sviluppare una reputazione come esperti di controllo decisionale qualificati nel mercato della direzione aziendale;²³⁷ tuttavia, questi amministratori spesso posseggono un accesso limitato alle informazioni specifiche dell'azienda e devono sostenere costi elevati nella valutazione dell'affidabilità delle informazioni, e queste limitazioni riducono l'efficacia del loro monitoraggio.²³⁸

Harris e Raviv (2008) considerano che, la nomina di più amministratori indipendenti in un consiglio può anche aggravare un problema di free-rider tra gli stessi indipendenti, indebolendo ulteriormente il monitoraggio del consiglio di amministrazione;²³⁹ mentre, secondo Guo e Masulis (2015), esiste non solo una relazione causale tra l'indipendenza complessiva del consiglio e il monitoraggio del consiglio, ma anche tra l'indipendenza dei comitati chiave del consiglio ed il controllo del consiglio: tale evidenza è molto importante perché i consigli svolgono la maggior parte del loro lavoro nei comitati, e si hanno poche informazioni su come la composizione dei comitati influisce sull'efficacia del monitoraggio del consiglio.²⁴⁰

L'importante ruolo dei comitati viene esplicitato dalle principali funzioni che essi svolgono: oltre alle già citate possibilità di nominare un comitato esecutivo (come punto di contatto fra il CDA ed il management),²⁴¹ o un comitato interno per il controllo sulla gestione (come organo di controllo sulla gestione, riguardante principalmente il sistema monistico),²⁴² occorre citare due comitati centrali per le società ad azionariato diffuso: il comitato per le nomine del CDA, il quale propone la lista dei candidati amministratori all'assemblea degli azionisti; ed il comitato per le remunerazioni, che predispone i compensi degli amministratori, oltre che eventuali bonus e rimborsi.²⁴³

Si presume che un consiglio indipendente sia più disposto a sforzarsi per acquisire informazioni private rispetto a un consiglio non indipendente, data la minore disponibilità di informazioni dirette; in altre parole, un consiglio indipendente in teoria dovrebbe condurre un monitoraggio più intenso ed essere più disposto a sostituire l'amministratore delegato in carica con uno nuovo dopo aver osservato scarse prestazioni aziendali rispetto a un consiglio non indipendente: ciò riflette la maggiore probabilità del consiglio indipendente di acquisire informazioni private sull'amministratore delegato ed i suoi

²³⁶ Chaudhary P., *Agency costs, board structure and institutional investors: case of India*, Asian Journal of Accounting Research, Volume 7, Numero 1, 2021, pp. 55-56.

²³⁷ Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 294-295.

²³⁸ Guo L., Masulis R.W., *Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers*, The Review of Financial Studies, Volume 28, Numero 10, 2015, p. 2770.

²³⁹ Si veda Guo L., Masulis R.W., *Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers*, The Review of Financial Studies, Volume 28, Numero 10, 2015, p. 2771, che citano Harris M., Raviv A., *A theory of board control and size*, Review of Financial Studies, Volume 21, 2008, pp. 1797-1832.

²⁴⁰ Guo L., Masulis R.W., *Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers*, The Review of Financial Studies, Volume 28, Numero 10, 2015, p. 2771.

²⁴¹ Irrera M., Spiotta M., Cavanna M., *L'articolazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 211-215.

²⁴² Spiotta M., Cavanna M., *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, pp. 613-614.

²⁴³ Guo L., Masulis R.W., *Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers*, The Review of Financial Studies, Volume 28, Numero 10, 2015, pp. 2772-2774.

collaboratori; pertanto, in una situazione di equilibrio, un consiglio composto prevalentemente da indipendenti è meno tollerante nei confronti delle scarse prestazioni aziendali rispetto ad un consiglio prevalentemente composto da non indipendenti.²⁴⁴

Adams (2009) fornisce un sondaggio che conferma questa opinione secondo cui gli amministratori indipendenti ricevono meno informazioni strategiche dal management: questo svantaggio informativo riduce la loro influenza nel controllo delle decisioni aziendali; Adams documenta anche che gli amministratori che percepiscono il loro dovere primario come la supervisione della gestione hanno meno probabilità di essere coinvolti nella consulenza strategica: tali evidenze suggeriscono che gli amministratori indipendenti non possono contribuire allo stesso modo sia per le funzioni di monitoraggio che per quelle di consulenza.²⁴⁵

In tema di indipendenza, secondo il report del 1980 della Securities and Exchange Commission, gli amministratori esterni dovrebbero dimostrare la loro indipendenza psicologica e/o finanziaria dai dirigenti dell'organizzazione per assicurare o migliorare l'adempimento dei loro doveri fiduciari.²⁴⁶

Esistono alcune critiche sull'efficacia dei membri esterni del consiglio di amministrazione: gli amministratori esterni non hanno la stessa quantità di informazione che possiedono gli amministratori interni; gli outsiders fanno parte di diversi consigli di amministrazione e potrebbero non essere in grado di comprendere ogni azienda abbastanza bene da essere veramente efficaci; inoltre, il management può tendere a determinare le azioni dei consigli di amministrazione, utilizzando un potere sostanziale per selezionare e compensare gli amministratori.²⁴⁷

La qualità delle informazioni a disposizione degli amministratori indipendenti influisce significativamente sulla loro efficacia: alcuni autori, come Patton e Baker (1987), sostengono che gli amministratori indipendenti svolgono una sorta di lavoro part-time in quanto, solitamente, ricoprono il ruolo di amministratori in più consigli di amministrazione.²⁴⁸ Quindi, gli amministratori indipendenti hanno meno possibilità di dedicare tempo sufficiente ad acquisire una comprensione approfondita di ciascuna attività, il che può portare ad affidarsi alle loro conoscenze generali piuttosto che alle conoscenze specifiche dell'azienda nel rivedere le prestazioni manageriali e premiare i manager stessi.²⁴⁹

Tale mancanza di conoscenza specifica dell'azienda da parte degli amministratori indipendenti può lasciare spazio ai manager per formulare strategie miopi per massimizzare il loro patrimonio personale,

²⁴⁴ Guo L., Masulis R.W., *Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers*, The Review of Financial Studies, Volume 28, Numero 10, 2015, p. 2774.

²⁴⁵ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Adams R. (2009), *Asking directors about their dual roles*, Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, 2010, pp. 1-51.

²⁴⁶ Si veda Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 102 che citano Securities and Exchange Commission, *Staff Report on Corporate Accountability*, Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1980.

²⁴⁷ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 60., che citano Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston, 1971.

²⁴⁸ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Patton, A., Baker, J. C., *Why won't directors rock the boat?*, Harvard Business Review, Volume 65, 1987, pp. 10-18.

²⁴⁹ Si veda Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217, che citano Baysinger, B., Hoskisson, R. E. (1990). *The composition of board of directors and strategic control: effects on corporate strategy*, Academy of Management Review, Volume 15, 1990, pp. 72-87.

influenzando negativamente le prestazioni aziendali; inoltre, gli amministratori indipendenti hanno generalmente contatti limitati con l'operato quotidiano dei dirigenti, rendendoli in gran parte dipendenti dalle loro interazioni con il top management per accedere a informazioni specifiche dell'azienda per il processo decisionale; tuttavia, gli amministratori indipendenti sono controllori severi ed il top management in genere non è disposto a condividere informazioni privilegiate con loro per paura della loro supervisione intensa.²⁵⁰

Anche Bathala e Rao (1995) mettono in dubbio l'efficacia degli amministratori indipendenti: i due autori sostengono che le diverse imprese possano avere una diversa composizione ottimale del consiglio di amministrazione a seconda della misura in cui si affidano ad altre variabili di politica finanziaria per controllare i conflitti di agenzia;²⁵¹ dal punto di vista del management, ciò suggerisce che le imprese dovrebbero soppesare i benefici e i costi dei diversi meccanismi di riduzione dei conflitti di agenzia, decidendo quali meccanismi utilizzare e in che misura: gli autori suggeriscono che la presenza di una maggioranza di amministratori esterni nel consiglio di amministrazione non è necessariamente ottimale, poiché le imprese utilizzano molteplici meccanismi per controllare i conflitti di agenzia all'interno dell'azienda.²⁵²

Le prove empiriche sull'efficacia dei consigli di amministrazione nel controllare i conflitti di agenzia si basano su test indiretti, che possono essere gli unici test attuabili, poiché i ricercatori, e in generale gli osservatori esterni, non sono a conoscenza del funzionamento interno di un consiglio di amministrazione; perciò, i ricercatori hanno adottato sostanzialmente due approcci per studiare l'efficacia dei consigli di amministrazione.²⁵³

Il primo approccio, il più popolare, è stato quello di mettere in relazione la composizione del consiglio con varie misure della performance aziendale: se i consigli di amministrazione sono efficaci nel controllare i problemi di agenzia e nel garantire che le decisioni del management siano coerenti con l'aumento del valore per gli azionisti, ciò dovrebbe tradursi in una migliore performance aziendale.²⁵⁴

I numerosi studi che, usando il primo approccio, mettono in relazione la composizione del consiglio di amministrazione con la performance dell'impresa producono dati contrastanti: mentre alcuni ricercatori (come Baysinger e Butler del 1985) osservano una relazione positiva tra la rappresentanza di amministratori esterni e la performance dell'impresa,²⁵⁵ altri trovano una relazione negativa (ad

²⁵⁰ Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217.

²⁵¹ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 68.

²⁵² Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 68.

²⁵³ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, pp. 60-61.

²⁵⁴ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, pp. 60-61.

²⁵⁵ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, pp. 269-270 che citano Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, pp. 101-124.

esempio, Kesner, 1987),²⁵⁶ e molti ricercatori non trovano alcuna relazione tra la composizione del consiglio di amministrazione e la performance dell'impresa (ad esempio, Schmidt, 1975).²⁵⁷

La mancanza di prove di una relazione diretta tra la composizione del consiglio di amministrazione e la performance aziendale non è del tutto sorprendente, in quanto la performance aziendale dovrebbe essere funzione di una serie di altri fattori; pertanto, i dati contrastanti sulla composizione del consiglio di amministrazione e sulla performance aziendale possono essere attribuiti a variazioni compensative negli altri dispositivi di controllo dell'agenzia impiegati dall'azienda e all'omissione di altre variabili che influenzano la performance aziendale.²⁵⁸

Il secondo approccio si basa sulla correlazione tra la composizione del consiglio di amministrazione ed alcuni eventi aziendali, come le dimissioni dell'amministratore delegato a seguito di alcuni eventi, come un'operazione di ristrutturazione, o una scarsa performance; se i consigli di amministrazione sono efficaci, le loro azioni dovrebbero essere coerenti con la massimizzazione del valore per gli azionisti.²⁵⁹

Tra gli autori che hanno utilizzato il secondo approccio, Brickley e James (1987) trovano una relazione negativa tra le spese per gli stipendi e la proporzione di esterni nel consiglio di amministrazione,²⁶⁰ mentre Rosenstein e Wyatt (1990) documentano una reazione positiva del prezzo delle azioni all'annuncio della nomina di un amministratore esterno: tutti questi dati sono coerenti con l'idea che gli amministratori esterni promuovano gli interessi degli azionisti.²⁶¹

Hermalin e Weisbach (1988) esaminano la relazione tra il monitoraggio degli amministratori delegati da parte del consiglio di amministrazione e dimissioni/rimozioni degli amministratori delegati: i risultati del lavoro mostrano che i consigli di amministrazione dominati dagli outsider hanno una probabilità significativamente maggiore rispetto a quelli dominati dagli insider di rimuovere l'amministratore delegato sulla base delle scarse prestazioni precedenti; sulla base dei risultati ottenuti, i due autori concludono che i consigli di amministrazione dominati da outsider aumentano il valore dell'azienda attraverso il cambiamento dell'amministratore delegato.²⁶²

L'indipendenza del consiglio di amministrazione aumenta al crescere del grado di separazione tra proprietà e controllo: in una società per azioni a stretta partecipazione manageriale, in cui la maggior

²⁵⁶ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, pp. 269-270 che citano Kesner F., *Director s' stock ownership and organizational performance: an investigation of Fortune 500 companies*, Journal of Management, Volume 13, 1987, pp. 499-507.

²⁵⁷ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, pp. 269-270 che citano Schmidt R., *Does Board Composition Really Make a Difference?* Conference Board Record, Volume 12, 1975, pp. 38-41.

²⁵⁸ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 61.

²⁵⁹ Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, pp. 60-61.

²⁶⁰ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 269 che citano Brickley, J. A., James C.M., *The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking*, Journal of Law and Economics, Volume 30, Numero 1, 1987, pp. 161-180.

²⁶¹ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 269 che citano Rosenstein, S., Wyatt J.G., *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, Journal of Financial Economics, Volume 26, Numero 2, 1990, pp. 175-191.

²⁶² Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 61, che citano Hermalin B., Weisbach M., *The Determinants of Board Composition*, Rand Journal of Economics, Volume 19, 1988, pp. 589-606.

parte delle azioni è nelle mani dei manager o dei loro familiari, le funzioni di manager e di portatore di rischio si fondono e una parte maggiore delle conseguenze sulla ricchezza delle decisioni dei manager viene interiorizzata.²⁶³

In altre parole, c'è una minore separazione tra proprietà e controllo e quindi minori costi del capitale proprio, che porta a una minore necessità di un costoso monitoraggio da parte di amministratori esterni: in questa situazione, ci si aspetta che le società azionarie strettamente detenute dal management utilizzino la percentuale più bassa di amministratori esterni tra tutte le società azionarie.²⁶⁴

Quando una società per azioni è detenuta strettamente da soggetti diversi dal management, le funzioni di proprietario e di manager non si fondono come nelle società detenute strettamente dal management; tuttavia, il proprietario o i proprietari di controllo avranno sia l'incentivo che la capacità di monitorare attivamente le decisioni dei manager.²⁶⁵

In particolare, l'azionista di maggioranza dovrebbe essere maggiormente incentivato a raccogliere informazioni e a monitorare il management, evitando così il tradizionale problema del free rider che affligge gli investitori delle imprese a partecipazione diffusa; l'azionista di maggioranza ha inoltre un controllo di voto sufficiente per esercitare pressioni sul management in alcuni casi, o forse addirittura per estrometterlo.²⁶⁶

In una società per azioni ad azionariato diffuso, la proprietà finale spetta ai singoli azionisti, senza che nessun individuo o famiglia abbia il controllo di maggioranza, questa forma di proprietà presenta un grado potenzialmente molto elevato di separazione tra proprietà e controllo; con la proprietà dispersa tra molti investitori, questi ultimi sono spesso troppo piccoli e poco informati per esercitare anche i diritti di controllo che effettivamente hanno.²⁶⁷

Inoltre, il problema del free-rider affrontato dai singoli investitori li rende poco interessati a compiere sforzi per approfondire la conoscenza delle imprese che hanno finanziato o anche solo per partecipare alla governance:²⁶⁸ di conseguenza, il maggior grado di separazione tra proprietà e controllo nelle imprese a partecipazione diffusa porta a maggiori conflitti tra proprietario e manager rispetto alle imprese a partecipazione stretta.²⁶⁹

Per quanto riguarda le tipologie di amministratori, Baysinger e Butler del 1985 sostengono che un consiglio di amministrazione può essere classificato in tre grandi componenti, esecutiva (che riguarda gli amministratori interni), di controllo (che riguarda gli amministratori esterni) e strumentale (che

²⁶³ He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, pp. 271-272.

²⁶⁴ He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 272.

²⁶⁵ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 272 che citano Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, Volume 52, 1997, pp. 737-783.

²⁶⁶ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 272.

²⁶⁷ He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 273.

²⁶⁸ Si veda He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 273 che citano Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, Journal of Finance, Volume 52, 1997, pp. 737-783.

²⁶⁹ He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, The Journal of Risk and Insurance, Volume 77, Numero 2, 2010, p. 273.

considera gli amministratori grigi) sulla base delle affiliazioni degli amministratori e delle funzioni da essi svolte: gli amministratori della componente esecutiva (EC) sono strettamente allineati, economicamente o psicologicamente, con il top management dell'azienda: sono inclusi in questa componente gli attuali e gli ex dipendenti dell'azienda, i dirigenti affiliati alle società controllate dall'azienda e i consulenti finanziari.²⁷⁰

La componente esecutiva fornisce una fonte di competenze a cui i dirigenti dell'impresa possono attingere per formulare e attuare strategie di alto livello; anche gli amministratori interni sono importanti per una governance efficace, perché forniscono informazioni preziose agli esterni sui criteri necessari per valutare la performance dei senior manager; inoltre, forniscono un pool esperto di manager di alto livello pronti a subentrare nel caso in cui l'amministratore delegato in carica si riveli insoddisfatto.²⁷¹

La componente di monitoraggio (MC) è composta da amministratori indipendenti da un punto di vista formale e sostanziale; e svolge il ruolo di amministratori previsto nella visione dell'impresa basata sui costi di transazione e sul controllo societario; secondo Baysinger e Butler, per essere indipendenti, gli amministratori non devono essere attualmente impiegati nell'azienda o avere un forte legame psicologico o ambientale con l'azienda stessa.²⁷²

Baysinger e Butler (1985) presuppongono che un amministratore che dipenda dalla dirigenza per la sua posizione, che sia legato ai senior manager da vincoli di parentela o di affinità, o che rappresenti organizzazioni che stipulano in maniera non occasionale affari con l'azienda, non sia in grado di mettere in atto una valutazione critica della dirigenza.²⁷³

Da questo punto di vista, la funzione principale della componente di controllo sarebbe quella di sorvegliare il comportamento dei dirigenti e di assicurarsi che rimanga allineato agli interessi degli azionisti: gli amministratori indipendenti rappresentano gli interessi della proprietà e la propria reputazione come controllori del comportamento del management.²⁷⁴

Inoltre, i membri della componente di monitoraggio, nella misura in cui possiedono competenze utili all'alta direzione, possono fornire servizi aggiuntivi oltre all'attività primaria di ratifica delle decisioni del management e di monitoraggio della performance.²⁷⁵

Gli amministratori esecutivi potrebbero non essere in grado di eseguire un monitoraggio efficace in quanto i loro impegni gestionali ostacolano l'adozione di una visione di lungo periodo coerente con la massimizzazione della ricchezza degli azionisti; d'altro canto gli outsider indipendenti possono avere una

²⁷⁰ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 109.

²⁷¹ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 109.

²⁷² Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 109.

²⁷³ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

²⁷⁴ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

²⁷⁵ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

visione più ampia e più lunga, perché di solito sono professionisti provenienti da altre società di capitali o non sono attualmente impegnati in attività commerciali.²⁷⁶

La componente strumentale (IC) del consiglio di amministrazione è costituita da amministratori inseriti nel consiglio per ragioni funzionali che vanno oltre la consulenza, il monitoraggio e la disciplina della direzione: gli amministratori IC, a differenza degli amministratori MC, possono essere visti principalmente come un supporto alla consulenza manageriale a cui la direzione può attingere per migliorare il processo decisionale.²⁷⁷

Gli amministratori IC servono anche a collegare tra loro organizzazioni diverse e a razionalizzare alcune transazioni che si verificano tra organizzazioni aziendali interdipendenti.²⁷⁸

Secondo Baysinger e Butler, avvocati, finanziari e consulenti possono chiaramente fornire consigli o suggerimenti ai manager interni, ed i dirigenti che prendono le decisioni in aziende collegate verticalmente, comprese le istituzioni finanziarie, possono servire a creare interconnessioni produttive (ovvero a ridurre i costi) tra le aziende: la componente strumentale è quindi concettualmente divisa in componente esecutiva e componente di monitoraggio.²⁷⁹

Per cui Baysinger e Butler sostengono che una composizione sbilanciata del consiglio di amministrazione può influire negativamente sulla performance finanziaria dell'azienda: ad esempio, se il senior manager decidesse di modificare il consiglio di amministrazione includendo solamente amministratori insider, i costi di agenzia aumenterebbero, i legami preziosi con le altre organizzazioni verrebbero tagliati, le informazioni e gli annunci di una certa rilevanza verrebbero sacrificati: i due autori considerano quindi, che è possibile una composizione appropriata e inappropriata del consiglio di amministrazione.²⁸⁰

Tuttavia, sembra estremamente improbabile che la posizione appropriata del consiglio sia uniforme nelle singole società: è chiaro che la capacità del consiglio di amministrazione di svolgere i molteplici compiti riguardanti la gestione del problema d'agenzia dell'azienda, di fornitura di specifiche competenze o specifici orientamenti e di mantenimento di efficaci strategie organizzative dipende in larga misura dalle esperienze e dalle capacità dei singoli membri del consiglio.²⁸¹

Al fine di facilitare la classificazione degli amministratori nelle tre componenti principali viste sopra (esecutiva=EC; monitoraggio=MC; strumentale=IC), Baysinger e Butler hanno identificato ben tredici categorie distinte di amministratori:

- 1) l'amministratore delegato della società;
- 2) altri amministratori insider, come: i direttori delle divisioni, i direttori delle filiali, i parenti dei fondatori della società, i direttori delle fondazioni e i funzionari in servizio presso l'azienda;

²⁷⁶ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

²⁷⁷ Si veda Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110 che citano Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston, 1971.

²⁷⁸ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

²⁷⁹ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

²⁸⁰ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

²⁸¹ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 110.

- 3) ex lavoratori dell'impresa;
- 4) attori focali di altre organizzazioni economiche che non hanno una relazione economica focale con l'organizzazione;
- 5) , 6) , 7) attori focali facenti parte di aziende di settori che hanno una relazione debole (5), moderata (6), o forte (7) con l'azienda in questione;
- 8) attori finanziari (banchieri, assicuratori, commercianti di titoli e obbligazioni);
- 9) consulenti tecnici e manageriali;
- 10) avvocati;
- 11) amministratori pubblici (come funzionari governativi o professori).²⁸²

Queste categorie sono state utilizzate per costruire le tre seguenti componenti di governance:²⁸³

COMPONENTE ESECUTIVA (CE)

Dirigenti aziendali
 Pensionati aziendali
 Altri insider

COMPONENTE STRUMENTALE (IC)

Consulenti finanziari
 Consulenti legali
 Responsabili interdipendenti

COMPONENTE DI MONITORAGGIO (MC)

Amministratori pubblici
 Amministratori professionisti
 Investitori privati
 Responsabili indipendenti

In sintesi, Baysinger e Butler considerano che un mix di insider e outsider, più una componente di amministratori strumentali, fornisca una struttura del consiglio di amministrazione adeguata per la maggior parte delle società; tuttavia, il valore preciso di questo mix compositivo può dipendere da fattori organizzativi e ambientali che variano da impresa a impresa.²⁸⁴

In generale gli studiosi di agenzia sostengono che i consigli di amministrazione composti principalmente da insider (dirigenti o ex dirigenti/dipendenti dell'azienda) o da outsider che non sono indipendenti dall'attuale management o dall'azienda (a causa di rapporti d'affari, oppure relazioni di parentela o di affinità) sono meno incentivati a monitorare il management, a causa della loro dipendenza dall'amministratore delegato e dall'organizzazione;²⁸⁵ ciò in quanto la dipendenza dal vertice dell'organizzazione crea un disincentivo per tali amministratori a schierarsi con gli azionisti quando i loro interessi si oppongono a quelli del management; i consigli di amministrazione dominati da

²⁸² Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, pp. 111-112.

²⁸³ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, pp. 112-113.

²⁸⁴ Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, p. 121.

²⁸⁵ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 385.

amministratori esterni e non affiliati, invece, sono ritenuti migliori per svolgere la funzione di monitoraggio perché non hanno questo disincentivo a monitorare l'operato dirigenziale.²⁸⁶

²⁸⁶ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, *The Academy of Management Review*, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 385.

2.3. LE ATTIVITÀ DI MONITORAGGIO E DI BONDING

2.3.1 Le attività di monitoraggio

Tra i costi di agenzia, troviamo i costi di monitoraggio; questi ultimi derivano dagli sforzi compiuti dagli azionisti per dissuadere i manager dal sottrarsi dai loro doveri ed operare comportamenti opportunistici.²⁸⁷

La funzione di monitoraggio dei consigli di amministrazione ha attirato per anni l'attenzione dei ricercatori di corporate governance di diverse discipline (ad esempio, diritto, finanza, sociologia e gestione strategica); la funzione di monitoraggio si riferisce direttamente alla responsabilità degli amministratori di controllare i manager per conto degli azionisti.²⁸⁸

Il supporto teorico per l'importanza del monitoraggio del consiglio di amministrazione è radicato nella teoria dell'agenzia secondo cui la funzione primaria di un consiglio di amministrazione è quella di ridurre i costi di agenzia derivanti dalla separazione di proprietà dal controllo supervisionando le decisioni e le attività manageriali.²⁸⁹

La funzione di monitoraggio sull'operato dei dirigenti riguarderebbe gli azionisti; questi ultimi però, soprattutto nel caso delle grandi imprese a proprietà diffusa, non esercitano la funzione di monitoraggio, poiché, molto spesso, non possiedono le competenze tecniche necessarie per svolgere questo compito; inoltre, questa attività si tramuterebbe in un dispendio di tempo e di risorse piuttosto impegnativo.²⁹⁰

Pertanto, gli azionisti, delegano le loro funzioni di monitoraggio al consiglio di amministrazione, composto da amministratori nominanti dagli azionisti stessi: le funzioni del consiglio di amministrazione riguardano la nomina dei dirigenti, e la loro assegnazione dei compiti; la valutazione periodica dei dirigenti; l'eventuale sostituzione dei dirigenti; praticamente, il consiglio di amministrazione rappresenta il punto d'incontro tra la proprietà e la dirigenza di una società.²⁹¹

Considerando gli impatti negativi che i conflitti di agenzia hanno sulla performance organizzativa, è essenziale per le imprese dotarsi di un adeguato sistema di monitoraggio idoneo a controllare l'operato dei dirigenti aziendali, così da ridurre l'opportunismo manageriale e l'impatto negativo dei conflitti dell'equity sul valore aziendale.

Molto spesso le clausole contrattuali non sono sufficienti a risolvere i conflitti di agenzia; di conseguenza, i proprietari (e in alcuni situazioni i manager stessi) hanno motivo di stabilire meccanismi per monitorare le attività manageriali e limitare comportamenti manageriali indesiderati.²⁹²

²⁸⁷ Goshen Z., Squire R., *PRINCIPAL COSTS: A NEW THEORY FOR CORPORATE LAW AND GOVERNANCE*, Columbia Law Review, Volume 117, Numero 3, 2017, p. 776.

²⁸⁸ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 384.

²⁸⁹ Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, p. 217.

²⁹⁰ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 78.

²⁹¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 78.

²⁹² Si veda Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, p. 1144 che cita Hart O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, London, 1995.

Poiché i problemi di agenzia variano tra le imprese, anche gli strumenti di governance necessari per affrontare questi problemi possono variare.²⁹³

Difatti, le aziende impiegano alcune risorse per monitorare i comportamenti dei manager e la revisione dei conti finanziari delle aziende per ridurre e, possibilmente, eliminare il divario generato dall'asimmetria informativa che percorre fra i manager e gli azionisti, al fine di rendere difficile per i manager mettere in atto eventuali comportamenti opportunistici.²⁹⁴

Jensen e Meckling (1976) considerano come la funzione di monitoraggio comprende sia la misurazione e l'osservazione del comportamento dell'agente, che gli sforzi compiuti dal principale per controllare il comportamento dell'agente, attraverso azioni che possono prevedere delle restrizioni di budget, peculiari politiche retributive, o specifiche regole operative.²⁹⁵

Il monitoraggio da parte del consiglio di amministrazione è un elemento centrale della governance aziendale, anche e soprattutto, a causa dei potenziali costi del capitale proprio.²⁹⁶ Nell'ambito della funzione di monitoraggio di un amministratore, gli studiosi discutono tipicamente di una serie di attività specifiche, tra cui il monitoraggio, monitorare l'attuazione della strategia, pianificare la successione del CEO, valutare e premiare il CEO o il top management dell'azienda; Hillman e Dalziel (2003), presuppongono che ciascuna di queste attività come interdipendenti con la funzione di monitoraggio.²⁹⁷

Difatti, il motore principale di ognuna di queste attività riguarda l'obbligo di garantire che il management operi nell'interesse degli azionisti, obbligo che viene soddisfatto attraverso lo scrutinio, la valutazione e la regolamentazione delle azioni del top management da parte del consiglio di amministrazione.²⁹⁸

Ci sono tre attributi che caratterizzano l'efficacia dei consigli di amministrazione nel mitigare i conflitti di agenzia, questi sono: l'indipendenza del consiglio e la separazione tra amministratore delegato e presidente del consiglio e la composizione di altri sottocomitati che aiutano il consiglio a svolgere le proprie funzioni;²⁹⁹ secondo Mohuiddin e Karbhari (2010), questi attributi influenzano in modo significativo l'efficacia del monitoraggio del consiglio;³⁰⁰ mentre, i risultati del lavoro di Henry (2010) criticano l'importanza dei sottocomitati, suggerendo che la struttura dei comitati ha uno scarso potere chiarificatore sui costi di agenzia.³⁰¹

²⁹³ Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, Journal of Accounting Research, Volume 46, Numero 5, 2008, p. 1144.

²⁹⁴ Kasbar M.S.H., Tsitsianis N., Triantafylli A., Haslam C., *An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance*, Journal of Applied Accounting Research, 2022, p. 5.

²⁹⁵ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 p. 308.

²⁹⁶ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 384.

²⁹⁷ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, pp. 384-385.

²⁹⁸ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, pp. 384-385

²⁹⁹ Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, p. 448.

³⁰⁰ Si veda Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, p. 448 che citano Mohuiddin, M., Karbhari, Y., *Audit committee effectiveness: a critical literature review*, Journal of Business and Economics, Volume 9, Numero 1, 2010, pp. 97-125.

³⁰¹ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, pp. 315-316 che citano

Il consiglio di amministrazione di un'impresa dovrebbe svolgere il compito fondamentale di monitorare e consigliare il top management: la funzione di monitoraggio, che deve risolvere il problema di agenzia creato dalla separazione tra proprietà e controllo, è stata al centro della letteratura sulla corporate governance, attraverso due diversi approcci: un primo approccio racchiude tutte le ipotesi teoriche che considerano che il monitoraggio e la consulenza richiedano una conoscenza specifica dell'attività dell'impresa e un'esperienza a livello di settore; il secondo filone riguarda una prospettiva teorica opposta, secondo cui l'esperienza industriale di un amministratore in un consiglio di amministrazione non è correlata alla performance dell'azienda.³⁰²

Ad esempio, John e Michael (2004), facenti parte del primo filone, hanno osservato che gli amministratori con esperienza nel settore sono le competenze più richieste per salvaguardare il successo del consiglio di amministrazione nel prossimo futuro e per assistere i consigli nel monitoraggio dei manager per mitigare il conflitto di agenzia;³⁰³ mentre, Raham (2009) che fa parte del secondo approccio, sostiene che gli amministratori esperti, pur essendo importanti, diventano dannosi quando controllano il consiglio di amministrazione;³⁰⁴ al contempo, molti studi empirici (come Dass *et al.*, 2014), inserendosi in una posizione intermedia tra i due approcci, riconoscono i benefici della presenza di amministratori esperti nel ruolo di consulenti.³⁰⁵

Una importante funzione del consiglio di amministrazione è la visione delle risorse: questa funzione si riferisce direttamente alla capacità del consiglio di amministrazione di apportare risorse all'impresa: dove per risorse si intende l'insieme di tutto ciò che può essere considerato un punto di forza o un punto di debolezza di una determinata impresa.³⁰⁶

La prospettiva teorica di questa funzione si basa sul lavoro di Pfeffer e Salancik (1978) sulla dipendenza dalle risorse: questi due autori osservano, infatti, che quando un'organizzazione nomina un membro di un consiglio di amministrazione, tale organizzazione si aspetta che l'individuo venga a sostenere l'organizzazione stessa, interessandosi dei suoi problemi, rappresentandola e sostenendola.³⁰⁷

Henry, D., *Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: a private contracting perspective*, Journal of Pacific Basin Finance, Volume 18, 2010, pp. 24–46.

³⁰² Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, pp. 449-450.

³⁰³ Si veda Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, pp. 449-450 che citano John, F. Michael, T., *Composing a balanced and effective board to meet new governance mandates*, The Business Lawyer, Volume 59, Numero 2, 2004, pp. 425-428.

³⁰⁴ Si veda Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, pp. 449-450 che citano Rahmat, M.M., Iskandar, T.M., Saleh, N.M., *Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies*, Managerial Auditing Journal, Volume 24, Numero 7, 2009, pp. 624-638.

³⁰⁵ Si veda Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, pp. 449-450 che citano Dass N., Kini O., Nanda V., Onal B, Wang, J., *Board expertise: do directors from related industries help bridge the information gap?*, Review of Financial Studies, Volume 27, Numero 3, 2014, pp. 1533-1592.

³⁰⁶ Si veda Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 385 che citano Wernerfelt B., *A resource-based view of the firm*, Strategic Management Journal, Volume 5, 1984, pp. 171-180.

³⁰⁷ Si veda Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 385 che citano Pfeffer J., Salancik G. *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*, New York: Harper & Row, New York, 1978.

Sempre Pfeffer e Salancik affermano che i consigli di amministrazione possono fornire quattro benefici principali:

- 1) La consulenza e i consigli;
- 2) La legittimità;
- 3) I canali di comunicazione delle informazioni tra le organizzazioni esterne e l'impresa;
- 4) L'accesso preferenziale agli impegni o al sostegno da parte di importanti elementi esterni all'impresa.³⁰⁸

La logica della dipendenza dalle risorse suggerisce che la fornitura di risorse da parte del consiglio di amministrazione è direttamente correlata alla performance dell'azienda: le risorse aiutano a ridurre la dipendenza tra l'organizzazione e le contingenze esterne, a diminuire l'incertezza per l'azienda, a ridurre i costi di transazione e, in ultima analisi, a favorire la sopravvivenza dell'impresa.³⁰⁹

Dal punto di vista dei teorici dell'agenzia, l'esperienza del consiglio di amministrazione riduce la performance perché aumenta l'opportunismo manageriale; tuttavia, i teorici della dipendenza dalle risorse ritengono che la presenza di amministratori esperti nel consiglio di amministrazione rafforzerà il loro ruolo di monitoraggio per mitigare il conflitto di agenzia.³¹⁰

Gli amministratori esterni sono potenzialmente utili per stimolare e sorvegliare la rivalità tra i manager all'interno dell'impresa e possono assicurare che la rivalità contribuisce al valore dell'impresa;³¹¹ la disciplina del mercato per i servizi degli amministratori esterni, se efficiente, può incoraggiare gli amministratori a fornire questo stimolo e il monitoraggio degli agenti;³¹² tuttavia, i consigli di amministrazione sono tipicamente deboli rispetto al top management; pertanto, si può fare meno affidamento su questa forma di disciplina che sul mercato del lavoro manageriale.³¹³

Difatti, nel corso del tempo, gli amministratori sono stati minacciati di azioni legali per comportamenti incompetenti e si è scritto molto sulla passata riluttanza dei consigli di amministrazione ad assumersi le proprie responsabilità di controllo; in reazione a questi eventi, alcuni consigli di amministrazione potrebbero essersi riappropriati della loro responsabilità fiduciaria nei confronti degli azionisti, come dimostra il maggior ricorso ad amministratori esterni e a comitati per le revisioni, le nomine, i compensi e l'organizzazione del consiglio;³¹⁴ per esempio, Oviatt (1988) ipotizza che i segnali di indipendenza degli

³⁰⁸ Si veda Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 385 che citano Pfeffer J., Salancik G. *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*, New York: Harper & Row, New York, 1978.

³⁰⁹ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 386.

³¹⁰ Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, pp. 449-450.

³¹¹ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 218-219 che cita Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.

³¹² Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 218-219.

³¹³ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 218-219 che cita Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, Journal of Political Economy, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307; e che cita Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston, 1971.

³¹⁴ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship:*

amministratori dal top management (come nei casi in cui vi sono numerosi amministratori esterni e vari comitati) sono direttamente correlati alla ricchezza degli azionisti.³¹⁵

Oltre all'attività del consiglio di amministrazione, gli altri meccanismi di monitoraggio sui dirigenti comprendono forme di verifica e certificazione esterne e indipendente dei bilanci.³¹⁶

Il monitoraggio può provenire anche da fonti esterne all'impresa, come ad esempio i mercati dei capitali, il mercato del lavoro manageriale, e le agenzie di regolamentazione, come le commissioni statali per i servizi pubblici o le agenzie di regolamentazione bancaria; nella misura in cui le agenzie di regolamentazione monitorano la performance degli amministratori delegati, la necessità di legami si riduce; di conseguenza, le misure di sensibilità alla performance retributiva dovrebbero essere più basse nei settori più intensamente regolamentati.³¹⁷

A sostegno di questa tesi, vi sono i lavori di Crawford, Ezzell e Miles (1995): i loro dati suggeriscono che l'effetto della regolamentazione è dovuto a vincoli sulle opportunità di investimento dell'impresa (ovvero alla discrezionalità del management) piuttosto che a vincoli diretti sulla retribuzione degli amministratori delegati;³¹⁸ tale affermazione è coerente con le argomentazioni di Collins, Blackwell e Sinkey (1995) e di Smith e Watts (1992), secondo i quali una riduzione della vigilanza regolamentare può consentire alle imprese di sfruttare un maggior numero di opportunità di crescita, con conseguenti livelli più elevati di allineamento tra compensi degli amministratori delegati e valore dell'impresa.³¹⁹

Le imprese operanti in mercati caratterizzati da un elevato rischio sono più difficili da controllare attraverso un monitoraggio esterno: in tal senso, un rischio più elevato può comportare un aumento del valore della proprietà manageriale come meccanismo di monitoraggio interno; allo stesso tempo, i due autori affermano che, a livelli di rischio sufficientemente elevati può prevalere una avversione al rischio per i manager, dato che suggerisce una relazione causale negativa tra rischio e proprietà manageriale.³²⁰

Incentives for Congruent Interests, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 218-219 che cita Worthy J. C., Neuschel R. P., *Emerging issues in corporate governance*, Evanston, IL: North western University Press, 1984.

³¹⁵ Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship*:

Incentives for Congruent Interests, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 219.

³¹⁶ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 79.

³¹⁷ Lippert R.L., Moore W.T., *Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, p. 55.

³¹⁸ Si veda Lippert R.L., Moore W.T., *Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, p. 55 che citano Crawford A., Ezzell J., Miles J., *Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation*, Journal of Business, Volume 68, Numero 2, 1995, pp. 231-256.

³¹⁹ Si veda Lippert R.L., Moore W.T., *Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, p. 55 che citano Collins M.C., Blackwell D.W., Sinkey J.F., *The Relationship Between Corporate-Compensation Policies and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, pp. 40-53; e che citano Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292.

³²⁰ Si veda Chan C.R., Steiner T.L., *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*, The financial review, Volume 34, 1999, p. 121, che citano Demsetz H., *The structure of ownership and the theory of the firm*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983, pp. 375-393, e Demsetz H., Lehn K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy, Volume 93, 1985, pp. 1155-1177.

2.3.2. Le attività di bonding

Le attività di bonding sono degli strumenti che hanno come obiettivo quello di ridurre la perdita di valore azionario attraverso previsioni contrattuali che possono prevedere forme di penalizzazioni o di risarcimenti pecuniari in tutti i casi di: cattiva condotta lavorativa, di illeciti dei dirigenti, o di limitazioni al loro potere decisionale.³²¹

Le spese sostenute per attività di bonding possono essere presenti sotto forma di garanzie contrattuali per la revisione dei conti finanziari da parte di un soggetto esterno all'azienda, oppure possono rappresentare garanzie esplicite contro eventuali illeciti messi in atto dai manager, o limitazioni contrattuali al potere decisionale dei manager stessi.³²²

Jones (1995) considera i costi di bonding come dei costi di opportunità di lavoro per una specifica organizzazione; in quanto, secondo l'autore, questi costi rispecchiano il valore dell'operato di un manager per una determinata impresa.³²³

In alcune situazioni, sarà lo stesso principale a richiedere all'agente di impiegare risorse per effettuare attività di bonding, per garantire che egli non intraprenderà determinate azioni che danneggerebbero il principale o per assicurare che il principale sarà compensato nel caso in cui intraprenda tali azioni.³²⁴

Difatti, in tutti i casi in cui sono presenti asimmetrie informative all'interno del rapporto managers-azionisti, gli azionisti dovrebbero elaborare una forma contrattuale in grado di incentivare i manager a rivelare in modo veritiero le loro informazioni private; senza un tale meccanismo in grado di indurre i manager a rivelare informazioni in loro possesso, gli azionisti non possono che subire ulteriori distorsioni informative.³²⁵

In questo contesto, Grenadier e Wang (2005) sviluppano il modello di agenzia progettando un contratto che preveda un bonus legato al rilascio di informazioni private da parte dei manager; mentre Shibata (2009) estende questo modello incorporando la metodologia di audit con la sanzione per rivelare le informazioni private del manager.³²⁶

Varie volte sono gli stessi manager a sopportare questi costi con l'obiettivo di aumentare la fiducia degli azionisti: in quest'ottica, i costi di bonding derivano dagli sforzi dei manager per rassicurare gli azionisti sulla loro diligenza lavorativa in tutti i casi in cui sono separate le funzioni di proprietà e di controllo.³²⁷

³²¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 80.

³²² Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 p. 325.

³²³ Jones, T.M., *Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics*, Academy of Management Review, Volume 20, Numero 2, pp. 408-420.

³²⁴ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 308-309.

³²⁵ Shibata T., Nishihara M., *Dynamic investment and capital structure under manager-shareholder conflict*, Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 34, Numero 2, 2010, p. 159.

³²⁶ Si veda Shibata T., Nishihara M., *Dynamic investment and capital structure under manager-shareholder conflict*, Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 34, Numero 2, 2010, p. 159 che citano Grenadier, S.R., Wang, N., *Investment timing, agency, and information*, Journal of Financial Economics, Volume 75, 2005, pp. 493-533; e che citano Shibata T., *Investment timing, asymmetric information, and audit structure: a real options framework*, Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 33, 2009, pp. 903-921.

³²⁷ Goshen Z., Squire R., *PRINCIPAL COSTS: A NEW THEORY FOR CORPORATE LAW AND GOVERNANCE*, Columbia Law Review, Volume 117, Numero 3, 2017, p. 776.

Le attività di bonding vengono solitamente introdotte dagli azionisti, con i dirigenti che sono propensi ad accettare queste attività, poiché, vengono loro promesse delle ricompense (monetarie e non) nel caso in cui si dimostra la loro buona fede.³²⁸

Vi possono essere vari vantaggi nel redigere contratti comprensivi di attività di bonding; tali vantaggi si registrano fino al limite in cui il costo marginale di tali attività eguaglia i guadagni marginali derivanti dalla riduzione della perdita residua; nello specifico, secondo Jensen e Smith (1985), le due parti che stipulano un contratto che prevede attività di bonding possono conseguire dei vantaggi attraverso la previsione delle attività da svolgere e la stipula di specifici contratti volti a facilitare lo svolgimento di queste attività; in questa situazione, in assenza di esternalità (ovvero quando le azioni di una parte generano un effetto fisico sull'altra parte, senza che vi siano dei costi previsti per chi ha generato il danno), il processo di contrattazione include degli incentivi per produrre un utilizzo efficiente delle risorse aziendali.³²⁹

Nella misura in cui il contratto contiene opzioni di acquisto sulle azioni ordinarie e pagamenti salariali legati a misure di performance dell'azienda, il conflitto tra proprietario e manager si riduce: in tal caso, l'efficacia dei costi di bonding, previsti dal contratto stipulato, dovrebbe dipendere direttamente dalle opportunità di investimento che l'impresa può perseguire;³³⁰ tale ipotesi è confermata da vari autori, tra cui Smith e Watts (1992), e Lipper e Moore (1995).³³¹

In generale, Hoskisson, Castleton e Withers (2009), sostengono che, sebbene il monitoraggio e il bonding possano essere sostitutivi in un sistema di governance, l'intensità del monitoraggio è positivamente correlata al bonding (ed alla remunerazione) in modo che, nel tempo, essi siano complementari piuttosto che sostitutivi: In particolare, i tre autori considerano che l'aumento dell'intensità di monitoraggio sposti il rischio sui manager, che richiedono quindi un compenso maggiore per compensare l'aumento del rischio di occupazione e di carriera.³³²

Di conseguenza, i due fenomeni si rafforzano a vicenda in un circolo negativo per cui il monitoraggio porta ad un ricorso delle attività di bonding e viceversa, causando un aumento delle retribuzioni; a sua volta, tale aumento comporta un aumento delle attività di monitoraggio e di bonding a causa delle lamentele e delle proteste degli azionisti per le retribuzioni eccessive: il risultato è che, spesso, nelle società, gli azionisti criticano le retribuzioni dei dirigenti senza rendersi conto che, almeno in parte, l'aumento dei compensi è il risultato di una precedente maggiore intensità delle attività di monitoraggio e/o di bonding.³³³

³²⁸ Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 308-310.

³²⁹ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent advances in corporate finance, 1985, p. 96.

³³⁰ Si veda Lippert R.L., Moore W.T., *Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, p. 55.

³³¹ Si veda Lippert R.L., Moore W.T., *Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, p. 55 che citano Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292.

³³² Hoskisson R.E., Castleton M.W., Withers M.C., *Complementarity in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation*, Academy of Management, Volume 23, Numero 2, 2009, p.57.

³³³ Hoskisson R.E., Castleton M.W., Withers M.C., *Complementarity in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation*, Academy of Management, Volume 23, Numero 2, 2009, pp. 57-58.

2.4. GLI INCENTIVI MANAGERIALI

2.4.1. Gli incentivi manageriali: considerazioni introduttive

Secondo la teoria dell'agenzia, l'antecedente principale della funzione di monitoraggio è costituito dagli incentivi del consiglio di amministrazione; la letteratura che si occupa dei conflitti di agenzia riconosce che gli amministratori e i consigli di amministrazione hanno diversi incentivi da utilizzare per proteggere gli interessi degli azionisti; di conseguenza, gli incentivi sono un importante precursore di un monitoraggio efficace: in generale, i teorici dell'agenzia suggeriscono che quando gli incentivi sono allineati con gli interessi degli azionisti, i consigli di amministrazione saranno più efficaci nel monitorare il management e migliorerà la performance.³³⁴

All'interno della letteratura della finanza aziendale, l'importanza degli incentivi è stata individuata già da Barnard (1938), il quale promuoveva un uso efficiente degli incentivi, sia in termini generici che in termini specifici, per persuadere i dipendenti alla migliore partecipazione possibile all'organizzazione di cui fanno parte.³³⁵

I sistemi di incentivo sono degli strumenti volti a motivare i dirigenti ad impiegare le loro energie per la creazione del valore azionario; solitamente, ci sono due tipologie di sistemi di incentivo: parliamo degli incentivi legati alla performance aziendale e gli incentivi che consistono nel possesso delle azioni da parte dei dirigenti; e questi ultimi si possono suddividere in due ulteriori categorie: gli incentivi che si concretizzano attraverso assegnazione ordinaria di azioni ad i dirigenti e quelli che prevedono piani di stock options.³³⁶

I compensi fissi, come già discusso nel primo capitolo di questo elaborato, possono essere una delle cause dell'interesse opportunistico dei manager nei confronti degli azionisti; in quanto spesso, i manager possono non mostrarsi interessati alla performance aziendale, in quanto non intacca direttamente la loro ricchezza; per cui, per fronteggiare adeguatamente i conflitti dell'equity, si ritiene più efficace far legare la ricchezza dei manager con il valore aziendale.

Di opinione contraria Jensen e Smith (1985), secondo cui la retribuzione sotto forma di pagamenti salariali fissati all'inizio del periodo controlla le principali fonti di conflitto, principalmente attraverso gli adeguamenti futuri della retribuzione: la rinegoziazione dello stipendio sarà più efficace per controllare i manager più giovani, quando il valore attuale dello stipendio futuro soggetto a rinegoziazione è elevato; tuttavia, per i manager più vicini al pensionamento, il controllo offerto dall'aggiustamento della retribuzione futura è minore; per questi, le modifiche alla retribuzione futura non forniscono alcun controllo del problema dello sforzo.³³⁷

La compensazione tramite stipendi fissati all'inizio del periodo porta a tre ulteriori fonti di conflitto di interessi tra gli attori residui e i dirigenti, a causa della struttura dei payoff, esse sono: la sostituzione delle attività, l'eccessiva ritenzione, l'underleverage: la sostituzione delle attività avviene quando viene compensato con crediti fissi che dipendono solo dalla solvibilità dell'impresa, il manager vorrà ridurre la

³³⁴ Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, pp. 384-385.

³³⁵ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 216 che cita Barnard C. I., (1938) *The functions of the executive*, Cambridge MA: Harvard University Press, 1938.

³³⁶ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 78.

³³⁷ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 104-105.

varianza dei flussi di cassa perché il suo payoff atteso aumenta con il ridursi del rischio di cash-flow e della probabilità di default; l' eccessiva ritenzione consiste nel fatto che i manager compensati con crediti fissi nei confronti della società hanno incentivi a trattenere fondi all'interno dell'azienda per aumentare la copertura dei loro crediti fissi; l' underleverage riguarda i manager compensati con crediti fissi sono incentivati a ridurre il debito e gli altri crediti fissi dell'impresa, anche quando tali riduzioni incidono negativamente sul valore dell'impresa.³³⁸

Gli accordi di remunerazione basati sul mercato sono adatti a controllare i problemi di sforzo e di orizzonte, poiché il valore di mercato delle azioni riflette il valore attuale dell'intero flusso futuro di flussi di cassa attesi; le clausole di remunerazione basate sul mercato comprendono le stock option, i diritti di rivalutazione delle azioni (simili alle stock option, ma al momento dell'esercizio il titolare riceve denaro anziché azioni), le azioni vincolate (azioni ordinarie che comportano restrizioni alla trasferibilità per un determinato periodo di tempo) e le azioni fantasma (come le azioni vincolate, ma alla scadenza delle restrizioni il manager riceve il valore in contanti delle azioni anziché le azioni ordinarie).³³⁹

Le società più grandi hanno maggiori probabilità di avere piani di bonus e stock options, oppure caratteristiche di remunerazione più complesse, consistenti in piani di performance e/o piani di azioni vincolate.³⁴⁰

2.4.2. Gli incentivi connessi alle performance aziendali

Questa tipologia di incentivi possono riferirsi al profitto (inteso come reddito eccedente) o al valore del capitale economico differenziale, misurandoli mediante apposite metodologie; allo stesso tempo, bisogna considerare lo svantaggio di ricorrere a queste misurazioni, in gran parte manipolabili dai dirigenti stessi.³⁴¹

Molto spesso, tale forma di incentivo finisce per essere determinata dalla politica aziendale inerente alla distribuzione dei dividendi: nello specifico, all'interno della letteratura che ha esaminato le politiche di dividendo e di remunerazione, di particolare interesse risulta essere lo studio di White (1996), che esamina la relazione tra l'esistenza di un patto esplicito sui dividendi nei contratti di remunerazione e la politica dei dividendi; secondo White, uno di questi meccanismi di controllo per ridurre il conflitto tra manager e azionisti si trova nelle clausole speciali dei contratti di remunerazione dei dirigenti: tali clausole stabiliscono che l'entità dei bonus annuali previsti per i dirigenti deve essere calcolata in funzione dei dividendi erogati agli azionisti,³⁴² ad esempio, Healy (1985) rileva che i dividendi in contanti

³³⁸ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 104-105.

³³⁹ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 104-105.

³⁴⁰ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 339 che cita Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292; e che cita Gaver J., Gaver K., *Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing. dividend and compensation policies*, Journal of Accounting and Economics., Volume 16, 1993, pp. 125- 160.

³⁴¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 79.

³⁴² White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 336.

sono spesso utilizzati come limite massimo per la riserva destinata a coprire i bonus remunerativi in un determinato anno.³⁴³

Nelle aziende che collegano i bonus al pagamento dei dividendi, si crea un incentivo per compensare la tendenza dei manager a non pagare i dividendi stessi:³⁴⁴ l'uso di un incentivo al dividendo nei contratti di remunerazione risulta associato positivamente alle dimensioni dell'azienda e negativamente alla presenza di amministratori esterni nel consiglio di amministrazione, al possesso di azioni dell'azienda da parte dei senior manager e alla crescita dell'azienda.³⁴⁵

Su questo argomento, Lewellen *et al.* (1987) hanno riscontrato che livelli più elevati di retribuzione in denaro sono spesso associati a indici di distribuzione dei dividendi più elevati; riconoscendo che il costo della riduzione dei dividendi varia da un'impresa all'altra e può essere influenzato dalle disposizioni dei piani di bonus che collegano i dividendi ai premi pagati.³⁴⁶

In certi casi, il contratto di remunerazione dei manager fornisce anche informazioni sugli obiettivi di performance che devono essere raggiunti per l'assegnazione delle unità di dividendo o per l'erogazione dei bonus: le disposizioni esplicite dei piani di remunerazione che collegano la remunerazione del top management al pagamento dei dividendi riflettono la preoccupazione, da parte degli azionisti, di incentivare i dirigenti a mantenere almeno i livelli attuali di dividendi.³⁴⁷

I contratti di remunerazione con un incentivo ai dividendi sembrano essere più probabili nelle imprese più grandi, in quelle con una minore percentuale di amministratori esterni, in quelle in cui i manager detengono una minore percentuale del capitale dell'impresa e in quelle che prevedono una minore crescita; nello specifico, White (1996), sostiene che l'uso di un incentivo al dividendo nel contratto di remunerazione sia associato positivamente alle dimensioni dell'azienda.³⁴⁸

Il monitoraggio diretto della politica dei dividendi sembra essere più difficile da applicare nelle società più grandi, a causa della maggiore asimmetria informativa tra azionisti e manager, dei maggiori costi di coordinamento legati alla dispersione della proprietà e dei problemi di incentivazione associati alle minori partecipazioni degli insider; pertanto, l'autore ipotizza che le clausole sui dividendi nel contratto di remunerazione siano più frequenti nelle grandi società.³⁴⁹

Al contrario, le società in rapida crescita sembrano essere meno propense a offrire ai propri dirigenti piani di remunerazione che incentivino la distribuzione di dividendi più elevati: come sostenuto da vari autori (ad esempio Smith e Watts, 1992), le opzioni di crescita hanno un impatto significativo nel ridurre

³⁴³ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 336 che cita Healy P., 1985, *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, Journal of Accounting and Economics, 1985, pp. 85-107.

³⁴⁴ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 336 che cita Sloan. R., *Accounting earnings and top executive compensation*, Journal of Accounting and Economics, Volume 16, 1993, pp. 55-100.

³⁴⁵ White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 336.

³⁴⁶ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 337 che cita Lewellen W., Loderer C., Martin K., *Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis*, Journal of Accounting and Economics, 1987, pp. 287-310.

³⁴⁷ White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 338.

³⁴⁸ White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 339.

³⁴⁹ White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 340.

i costi di agenzia del free cash flow, a causa della maggiore domanda di risorse aziendali posta dalle opportunità di investimento che promettono rendimenti netti positivi: per cui, si può ipotizzare che l'uso di incentivi basati sui dividendi sia meno comune tra le aziende che prevedono una rapida crescita.³⁵⁰

Ci sono molte ricerche che si concentrano sulla relazione tra retribuzione dei dirigenti e innovazione aziendale: la visione comune è che, dal punto di vista dei nuovi dirigenti, l'aumento della sensibilità delle prestazioni legate alla retribuzione aumenterà significativamente gli investimenti in innovazione,³⁵¹ tuttavia, Xie (2018) crede che i compensi basati sui risultati porteranno solo a comportamenti a breve termine dei manager, inibendo così le innovazioni aziendali, in particolare per quanto riguarda i brevetti di invenzione e i brevetti di modelli di utilità.³⁵²

Zhou *et al.* (2021), in riferimento al rapporto compensi – innovazione, arrivano a queste conclusioni:

- 1) Lo stipendio dei dirigenti può promuovere efficacemente il livello di innovazione aziendale: La stabilità dello stipendio allevia le preoccupazioni dei dirigenti riguardo al rischio aziendale e riduce la loro tendenza all'avversione al rischio;
- 2) La remunerazione azionaria dei dirigenti non riesce a promuovere il livello degli investimenti in R&S: teoricamente, l'incentivo azionario dei dirigenti potrebbe motivarli a preoccuparsi maggiormente dello sviluppo a lungo termine dell'impresa e a ridurre la tendenza al breve termine;
- 3) Il livello di rischio aziendale svolge un ruolo di mediazione nella relazione tra retribuzione dei dirigenti e investimenti in innovazione: In altre parole, il livello di rischio è un possibile canale della relazione tra retribuzione monetaria dei dirigenti e input di innovazione aziendale;
- 4) Il livello di rischio aziendale ha un effetto moderatore sulla relazione tra la remunerazione azionaria dei dirigenti e l'investimento nell'innovazione aziendale; L'effetto negativo dell'incentivo azionario esecutivo sull'innovazione aziendale varia al variare del livello di rischio: Si scopre che quando il livello di rischio è superiore a un valore soglia, l'impatto negativo della remunerazione azionaria dei dirigenti sull'input di innovazione diventa più evidente.³⁵³

In generale, i piani di bonus legano esplicitamente la retribuzione dei manager a una misura contabile della variazione del valore dell'azienda: questo legame formale con la performance riduce i costi derivanti dai conflitti sui problemi di sforzo e di orizzonte; ad esempio, un piano di bonus fa sì che il compenso di un manager di sessantaquattro anni dipenda dalla sua performance nell'ultimo anno.³⁵⁴

Infine, una parte del compenso del manager può essere differita al periodo di pensionamento in un programma di azioni con condizioni nonvesting (ovvero azioni che non garantiscono al proprietario

³⁵⁰ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 341 che cita Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292.

³⁵¹ Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, Emerging Markets Review, Volume 47, 2021, p. 2.

³⁵² Si veda Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, Emerging Markets Review, Volume 47, 2021, p. 2 che citano Xie W.M., *Empirical research on the impact of performance compensation on enterprise innovation*, Journal of Financial Trading Economics, Volume 39, Numero 9, 2018, pp. 141–156.

³⁵³ Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, Emerging Markets Review, Volume 47, 2021, p. 13.

³⁵⁴ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 105-106.

alcuna maturazione o acquisizione definitiva di alcun tipo di diritto reale), che fa dipendere il ricevimento del compenso differito da una performance corrente soddisfacente.³⁵⁵

L'utilizzo di misure contabili della performance per determinare i pagamenti ai manager conferisce a questi ultimi un interesse diretto nella scelta di tecniche contabili alternative, poiché tali scelte possono influenzare il calcolo dei bonus: ciò significa che la politica retributiva influenzerà la scelta della politica contabile; come evidenziato da Healy (1985), la scelta della politica contabile dell'impresa è influenzata dagli effetti di tali politiche sui bonus assegnati ai manager.³⁵⁶

Mentre, altri studi (come Dhaliwal, Salamon e Smith, 1982) rilevano che i piani di bonus aumentano la probabilità di scegliere procedure contabili aziendali che spostano gli utili contabili dai periodi futuri a quelli correnti.³⁵⁷

2.4.3. L'assegnazione ordinaria delle azioni ai dirigenti

L'aumento della percentuale di azioni possedute dal management dell'impresa contribuisce ad alleviare i conflitti di interesse che esistono tra manager e azionisti;³⁵⁸ difatti, a bassi livelli di partecipazione azionaria dei dirigenti, vi è un incentivo personale per questi ultimi a impegnarsi in progetti di investimento e ad adottare politiche di finanziamento che progetti di investimento e ad adottare politiche di finanziamento che avvantaggiano sé stessi a scapito degli azionisti.³⁵⁹

Pertanto, l'assegnazione ordinaria delle azioni ai dirigenti rappresenta uno strumento efficace per ridurre i conflitti di agenzia, dato che i risultati delle azioni dei dirigenti influiscono anche sulla loro ricchezza.³⁶⁰

Inoltre, la remunerazione azionaria allinea gli interessi degli azionisti e degli amministratori, motivando così i consigli di amministrazione ad essere dei controllori migliori.³⁶¹

Si ipotizza che il possesso di azioni dell'impresa da parte dei dirigenti sia un altro fattore determinante per ridurre i costi di monitoraggio dell'impresa sulla decisione relativa ai dividendi: i top manager che sono anche azionisti sono presumibilmente meno avversi ai dividendi rispetto ai manager che non hanno accesso diretto alla liquidità generata dai dividendi stessi; i manager che possiedono un maggior numero

³⁵⁵ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 105-106.

³⁵⁶ Si veda Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 105-107 che citano Healy P., 1985, *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, Journal of Accounting and Economics, 1985, pp. 85-107.

³⁵⁷ Si veda Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 105-107 che citano Dhaliwal D. S., Salamon G., Smith. E.D., *The Effect of Owner versus Management Control on the Choice of Accounting Methods*, Journal of Accounting and Economics, Volume 4, 1982, pp. 41-53.

³⁵⁸ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316 che citano Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 305-360.

³⁵⁹ Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 316.

³⁶⁰ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 79.

³⁶¹ Si veda Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2003, p. 385 che citano Elson C., *Director compensation and the management captured board – the history of a symptom and a cure*, Southern Methodist Law Review, Volume 50, 1995, pp. 127 -174.

di azioni della loro società sono maggiormente incentivati a produrre flussi di cassa reali (non manipolati) e permanenti, perché possono beneficiare personalmente dell'aumento del valore dell'azienda.³⁶²

Anche quando i senior manager non detengono la maggior parte delle azioni dell'azienda, gli incentivi legati alle azioni possono comunque rappresentare una quota importante della ricchezza personale del dirigente;³⁶³ in tal senso, ci si può aspettare che, una maggiore partecipazione degli azionisti alla gestione aziendale sia associata ad una minore probabilità di prevedere forme di remunerazione connesse a clausole sui dividendi.³⁶⁴

In riferimento all'impatto dei sistemi di remunerazione dei dirigenti sulla propensione alla non conformità dei manager, alcuni autori dimostrano che i piani di remunerazione basati su azioni, che ironicamente sono progettati per allineare gli interessi dei manager e degli azionisti, possono motivare perversamente i dirigenti a manipolare i guadagni e a distorcere le informazioni rilevanti; tuttavia, l'opportunismo dei dirigenti può essere efficacemente limitato dagli investitori istituzionali di grandi dimensioni e la loro presenza nella struttura proprietaria dell'impresa rende meno probabile la non conformità.³⁶⁵

Per quanto riguarda la presenza di conflitti dell'equity nelle situazioni di offerta pubblica iniziale, Jensen e Meckling (1976) hanno analizzato questo tema attraverso un'analisi semestrale dei costi e degli incentivi di agenzia presenti quando il proprietario di un'impresa, nei casi in cui è anche top manager, sta per effettuare un'offerta pubblica iniziale (IPO) di titoli di debito o di capitale dell'impresa.³⁶⁶

I proprietari-manager che ricercano finanziamenti esterni possono essere incoraggiati a spendere le risorse dell'impresa in un numero maggiore di benefit rispetto al passato, se credono che godranno di tutti i benefici e condivideranno i costi con gli investitori;³⁶⁷ tuttavia, i proprietari-manager pagheranno l'intero costo di questi vantaggi, oltre che i costi di monitoraggio, nel caso si verifichino due condizioni: la prima riguarda la possibilità da parte dei finanziatori di elaborare stime imparziali dei costi di agenzia, mentre la seconda condizione è legata al margine di errore nelle stime presenti sui mercati di finanziamenti esterni.³⁶⁸

³⁶² White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 341.

³⁶³ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 341 che cita Jensen M.C., Murphy K.J., *Performance Pay and Top Management Incentives*, Journal of Political Economy, Volume 98, 1990, pp. 225-263.

³⁶⁴ White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 341.

³⁶⁵ Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, Academy of Management, Volume 28, Numero 3, 2014, p. 292

³⁶⁶ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 215-217 che cita Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 305-360.

³⁶⁷ Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 215-217.

³⁶⁸ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 215-217 che cita Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 305-360.

In queste condizioni, l'importo totale pagato per l'IPO (ovvero il prezzo per azione moltiplicato per il numero delle azioni) viene ridotto cosicché la ricchezza del proprietario manager diminuisca del valore atteso dei costi di agenzia.³⁶⁹

Per quanto riguarda la prima quotazione in borsa per le imprese di piccola dimensione, le informazioni sui queste imprese sono limitate rispetto alle grandi imprese, specialmente quelle a partecipazione diffusa; in riferimento a queste realtà aziendali, Oviatt (1988), ritiene che il valore totale delle azioni di una piccola impresa è più elevato quando i manager possiedono un'alta percentuale di tali azioni: in quanto, tali manager, nei casi in cui si supportano dei costi di agenzia, subiscono perdite residuali maggiori rispetto a coloro che possiedono quote azionarie di minore entità.³⁷⁰

Per questo motivo, almeno per quello che concerne le imprese di piccole dimensioni, vi sono minori necessità nel monitorare il comportamento manageriale, in quanto i manager sono meno propensi a spendere le risorse aziendali in benefit; di conseguenza, il valore totale delle azioni aziendali tenderà a crescere.³⁷¹

2.4.4. Le stock options

Le stock options sono opzioni call, ovvero, opzioni che consentono ai dirigenti di acquisire azioni dell'impresa ad un prezzo prefissato, entro un certo periodo di tempo pattuito;³⁷² il vantaggio per i manager si esplicita quando il prezzo prefissato (detto anche strike price) è di un'entità inferiore rispetto al prezzo di mercato delle azioni, in altre parole la retribuzione dei dirigenti sarebbe rappresentata dal guadagno che questi possono ottenere rispetto ad una compravendita ordinaria di azioni.³⁷³

Nonostante le pratiche di stock options prevedono un vantaggio monetario per i possessori solo in caso della vendita delle azioni, possono essere previste delle clausole peculiari chiamate clausole di lock up, che impongono ai manager di detenere tali azioni per un certo periodo, per voler incentivare piani gestori volti al lungo periodo, e al contempo evitano un immediato smobilizzo di una considerevole quantità di quote azionarie.³⁷⁴

Molti autori sostengono l'utilità delle stock option: ad esempio, Manso (2011) considera che una combinazione di compensi manageriali, come le stock option con lunghi periodi di maturazione, può essere una motivazione efficace per l'innovazione;³⁷⁵ Laux ritiene inoltre che le stock option facciano parte del piano di remunerazione ottimale, poiché rendono i dirigenti più disposti ad investire in progetti

³⁶⁹Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 215-217 che cita Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 305-360.

³⁷⁰ Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 215-217.

³⁷¹ Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 215-217.

³⁷² Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 79.

³⁷³ Pollastro I., *I compensi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 286.

³⁷⁴ Pollastro I., *I compensi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020, p. 287.

³⁷⁵ Si veda Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, Emerging Markets Review, Volume 47, 2021, p. 2 che citano Manso, G., *Motivating innovation*, The Journal of Finance, Volume 66, Numero 5, 2011, pp. 1823-1860.

di innovazione più rischiosi;³⁷⁶ Chen *et al.* (2014) sostengono che le stock option dei dirigenti possono stimolare i manager a intraprendere diversi tipi di attività di innovazione aziendale, grazie al corrispondente rischio sistematico più elevato e ai rendimenti più alti.³⁷⁷

Poiché il payoff atteso delle stock option aumenta con la variazione del prezzo delle azioni, le opzioni incentivano il manager a investire in progetti che aumentano la rischiosità dei flussi di cassa dell'azienda: le opzioni contribuiscono quindi a controllare gli incentivi dei manager ad assumere un rischio troppo basso.³⁷⁸

Le stock option aiutano anche a controllare il problema della leva finanziaria insufficiente: una maggiore leva finanziaria diventa, difatti, più attraente per il manager, poiché aumenta la varianza del capitale proprio e quindi il valore delle opzioni.³⁷⁹

Le stock option rappresentano un ottimo strumento per mitigare gli effetti dell'avversione al rischio dei dirigenti;³⁸⁰ difatti, a causa della struttura convessa dei payoff delle opzioni, il valore del portafoglio di stock option di un manager aumenta con la volatilità dei rendimenti azionari dell'azienda: questo effetto viene definito sensibilità alla volatilità dei rendimenti azionari.³⁸¹

La sensibilità alla volatilità dei rendimenti azionari dovrebbe incentivare il manager ad assumere maggiori rischi; tuttavia, come riconosciuto da vari autori, come Carpenter (2000), le stock option creano anche un effetto opposto sugli incentivi manageriali ad assumere rischi: esiste un legame diretto tra il payoff di un'opzione e il prezzo dell'azione sottostante.³⁸²

In questo contesto, autori come Haugen e Senbet (1981) e Smith e Watts (1992), sostengono che i manager avversi al rischio sono incentivati a ridurre la leva finanziaria dell'azienda, ma l'inclusione di stock option nella remunerazione dei manager può attenuare il problema della leva finanziaria.³⁸³ I risultati degli autori mostrano che all'aumentare della sensibilità dei portafogli di stock option dei

³⁷⁶ Si veda Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, Emerging Markets Review, Volume 47, 2021, pp. 2-3 che citano Laux V., *Executive pay, innovation, and risk-taking*, Journal of Economics and Management Strategy, Volume 24, Numero 2, 2015, pp. 275–305.

³⁷⁷ Si veda Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, Emerging Markets Review, Volume 47, 2021, p. 3 che citano Chen Y.R., Chen C.R., Chu C.K., *The effect of executive stock options on corporate innovative activities*, The Journal of Financial Management, Volume 43, Numero 2, 2014, pp. 271–290.

³⁷⁸ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent advances in corporate finance, 1985, pp. 107-110.

³⁷⁹ Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent advances in corporate finance, 1985, pp. 107-110.

³⁸⁰ Si veda Nam J., Ottoo R.E., Thornton J. H., *The Effect of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment*, The Financial Review, Volume 38, 2003, p. 78 che citano Smith, C. Stulz R., *The determinants of firm's hedging policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 48, 1985, pp. 391–405.

³⁸¹ Si veda Nam J., Ottoo R.E., Thornton J. H., *The Effect of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment*, The Financial Review, Volume 38, 2003, p. 78 che citano Smith, C. and R. Stulz, *The determinants of firm's hedging policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 48, 1985, pp. 391–405.

³⁸² Si veda Nam J., Ottoo R.E., Thornton J. H., *The Effect of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment*, The Financial Review, Volume 38, 2003, p. 78 che citano

³⁸³ Si veda Nam J., Ottoo R.E., Thornton J. H., *The Effect of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment*, The Financial Review, Volume 38, 2003, p. 79 che citano Haugen R.A., Senbet L.W., *Resolving the agency problems of external capital through options*, Journal of Finance, Volume 36, 1981, pp. 629–647; e che citano Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292.

manager alla volatilità dei rendimenti azionari, le aziende tendono a scegliere rapporti di indebitamento più elevati e a scegliere livelli più elevati di investimenti in R&S.³⁸⁴

Anche Deutsch *et al.* (2011), ipotizzano che la remunerazione in stock options per l'amministratore delegato e per gli altri dirigenti è positivamente correlata all'assunzione del rischio: sostenendo che se compensato con stock option, l'amministratore delegato potrebbe finire per proporre mosse strategiche altamente rischiose per l'azienda e, se gli amministratori non sono ugualmente compensati con stock option, potrebbero essere incentivati a respingere queste proposte.³⁸⁵

In tal senso, gli autori ipotizzano che la remunerazione degli amministratori esterni con stock option avrà un effetto positivo sulla relazione tra la remunerazione degli amministratori delegati (anch'essi remunerati con stock option) e l'assunzione del rischio di impresa da parte di quest'ultimi.³⁸⁶

Secondo Deutsch *et al.* (2011), data l'entità degli effetti dei sistemi di remunerazione degli amministratori esterni e i risultati relativi all'effetto di sostituzione tra la remunerazione in stock option dell'amministratore delegato e quella degli amministratori esterni, i contratti di remunerazione ottimali dovrebbero prendere in considerazione i potenziali effetti di interazione tra queste due tipologie di amministratori.³⁸⁷

In generale, la complessa causalità dei risultati organizzativi rende difficile osservare qualsiasi connessione tra il comportamento dei manager e il valore delle azioni: ciò contribuisce ai problemi di progettazione di piani di stock option equi ed efficaci che influenzino il comportamento degli agenti;³⁸⁸ tuttavia, la ricerca di Eaton e Rosen (1983), ha rivelato che i piani di remunerazione tengono conto delle differenze nella quantità di controllo che i top manager hanno sul valore dell'azienda: nelle aziende in cui i manager sembrano avere un'influenza considerevole sui risultati, la retribuzione dei dirigenti è maggiormente ponderata sulle stock option; invece, nelle aziende che dipendono in larga misura dai benefici non certi delle spese di ricerca e sviluppo, un indicatore di un controllo manageriale attenuato, gli stipendi e i bonus costituiscono una parte più consistente della retribuzione dei dirigenti.³⁸⁹

Secondo questa logica, la difficoltà di osservare il legame tra il comportamento dei dirigenti e il valore delle azioni dovrebbe portare a una diminuzione dell'uso delle stock option; tuttavia, nel corso del tempo, le grandi aziende statunitensi sembrano aver aumentato l'uso di questo incentivo.³⁹⁰

³⁸⁴ Nam J., Ottoo R.E., Thornton J. H., *The Effect of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment*, The Financial Review, Volume 38, 2003, pp. 79-80.

³⁸⁵ Deutsch Y., Keil T., Laamanen T., *A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk*, Strategic Management Journal, Volume 32, Numero 2, 2011, pp. 215-216.

³⁸⁶ Deutsch Y., Keil T., Laamanen T., *A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk*, Strategic Management Journal, Volume 32, Numero 2, 2011, p. 216.

³⁸⁷ Deutsch Y., Keil T., Laamanen T., *A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk*, Strategic Management Journal, Volume 32, Numero 2, 2011, p. 222.

³⁸⁸ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 220 che cita Williamson O. E., *Corporate control of business behaviour*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1970.

³⁸⁹ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 220 che cita Eaton J., Rosen H., *Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration*, Journal of Finance, Volume 38, 1983, pp. 1489-1505.

³⁹⁰ Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 220.

Ad esempio, nel 1983, i dirigenti che dipendevano solo da stipendi e bonus non sarebbero entrati nella lista dei venticinque dirigenti più pagati stilata da Business Week ("Executive Pay: The Top Earners", 1984): a dimostrazione che, dagli anni ottanta in poi, coloro che determinano i pacchetti retributivi dei dirigenti ritengono che le stock option possono fornire potenti incentivi ai manager per intraprendere azioni che siano in linea con gli interessi degli azionisti.³⁹¹

Nei settori in cui l'azione manageriale ha un grande effetto sul successo aziendale in confronto alle forze esogene, la percentuale di stock options rispetto alla retribuzione totale dei dirigenti è direttamente correlata alla ricchezza degli azionisti.³⁹²

Alla luce di tutte queste considerazioni, bisogna però considerare che le stock options sono strumenti tutt'altro che perfetti: la variazione di valore del prezzo di mercato delle azioni non dipende solamente dall'operato dei dirigenti, in quanto il valore delle azioni può avere una crescita in fasi di mercato euforiche o avere una contrazione in fasi di mercato negative, indipendentemente dalla performance aziendale; in questi casi il management può ottenere premi o svantaggi immeritati.³⁹³

Inoltre, il numero delle azioni che possono essere acquisite dai dirigenti può essere definito a livelli troppo favorevoli per i dirigenti stessi.³⁹⁴

2.4.5. Gli incentivi manageriali: alcune contestazioni sulla loro utilità

Come osservato in diversi studi, i risultati relativi alla relazione tra la retribuzione degli amministratori delegati e la performance aziendale sono deboli e incoerenti: ad esempio, Gomez-Mejia *et al.* (1987) hanno sottolineato che questi risultati deboli e incoerenti possono essere dovuti alla mancanza di controllo del tipo di società proprietaria; gli autori hanno verificato che la performance era la principale determinante del livello di retribuzione dei dirigenti e del suo tasso di variazione per le aziende controllate dai proprietari, mentre la scala era la principale determinante del livello di retribuzione dei dirigenti e del suo tasso di variazione per le aziende controllate dai dirigenti.³⁹⁵

Tosi e Gomez-Mejia (1989) hanno inoltre riscontrato che, rispetto alle aziende controllate dal management, nelle aziende controllate dai proprietari vi è un livello più elevato di monitoraggio e di allineamento degli incentivi.³⁹⁶

³⁹¹ Si veda Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 220 che cita Business Week, *Executive pay: The top earners*, Bloomberg, Business Week del 7 Maggio 1984, New York, pp. 88-116

³⁹² Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, The Academy of Management Review, Volume 13, Numero 2, 1988, p. 220.

³⁹³ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 80.

³⁹⁴ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 80.

³⁹⁵ Si veda Chan M., *Executive Compensation*, Business and Society Review, Volume 13, Numero 1, 2008, pp. 130-131 che cita Gomez-Mejia L. R., Tosi H., Hinkin T., *Managerial control, performance, and executive compensation*, Academy of Management Journal, Volume 30, Numero 1, 1987, pp. 51-70.

³⁹⁶ Si veda Chan M., *Executive Compensation*, Business and Society Review, Volume 13, Numero 1, 2008, pp. 130-131 che cita Tosi H. L., Gomez-Mejia L. R. *The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective*, Administrative Science Quarterly, Volume 34, Numero 2, 1989, pp. 169-189.

Kroll *et al.* (1990) hanno dichiarato che un'elevata remunerazione dell'amministratore delegato dopo l'acquisizione non era associata alla performance dell'azienda, ma alle dimensioni dell'azienda e/o alla permanenza dell'amministratore delegato nelle aziende controllate dal management.³⁹⁷

I risultati dello studio di Wright *et al.* (2002) indicano come il meccanismo di controllo del monitoraggio sostenuto dalla teoria dell'agenzia moderi la relazione tra retribuzione dei dirigenti e performance: hanno scoperto che con un monitoraggio esterno vigile, la retribuzione dei dirigenti era influenzata dai rendimenti delle acquisizioni; con un monitoraggio esterno passivo, la logica manageriale era evidente, in quanto i compensi degli amministratori delegati erano influenzati dall'aumento delle dimensioni aziendali legato alle acquisizioni.³⁹⁸

Secondo Hart e Moore (1989), quando il management ha la capacità di deviare i flussi di cassa, la concessione di incentivi di cassa o di flussi di cassa puri non riuscirebbe a convincere i manager a soddisfare le richieste degli azionisti; in questo caso, gli autori considerano la minaccia di licenziamento come l'unico strumento efficace per disciplinare il management;³⁹⁹ tale soluzione è anche condivisa da Fluck (1999), il quale ha dimostrato che la minaccia di licenziamento combinata con incentivi finanziari può avere efficacia riguardo il disciplinare il comportamento dei dirigenti.⁴⁰⁰

³⁹⁷ Si veda Chan M., *Executive Compensation*, Business and Society Review, Volume 13, Numero 1, 2008, p. 132 che cita Kroll M., Simmons S. A., Wright P., *Determinants of chief executive officer compensation following major acquisitions*, Journal of Business Research, Volume 20, Numero 4, 1990, pp. 349–366.

³⁹⁸ Si veda Chan M., *Executive Compensation*, Business and Society Review, Volume 13, Numero 1, 2008, p. 132 che cita Wright P., Kroll M., Elenkov D., *Acquisition returns, increase in firm size, and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring*, Academy of Management Journal, Volume 45, Numero 3, 2002, pp. 599–608.

³⁹⁹ Si veda Fluck S., *The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict*, The Review of Financial Studies, Volume 12, Numero 2, 1999, pp. 382-383 che cita Hart O., Moore J.H., *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*, mimeo, Massachusetts Institute of Technology.

⁴⁰⁰ Fluck S., *The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict*, The Review of Financial Studies, Volume 12, Numero 2, 1999, pp. 382-383.

2.5. LE SCELTE DI STRUTTURA FINANZIARIA: IL VANTAGGIO DEL RICORSO AL CAPITALE DI DEBITO

La scelta della struttura finanziaria, e il suo legame con l'esposizione ottimale al rischio, è fondamentale per la performance economica delle imprese: l'economia finanziaria dispone di una ricca letteratura che analizza la decisione sulla struttura del capitale in termini qualitativi, eppure ha fornito relativamente poche indicazioni specifiche; in contrasto con la precisione offerta dal modello di determinazione del prezzo delle opzioni di Black e Scholes (1973) e dalle sue estensioni, la teoria della struttura del capitale rimane terribilmente imprecisa: ciò ha limitato la sua applicazione al processo decisionale aziendale.⁴⁰¹

Due intuizioni hanno plasmato profondamente lo sviluppo della teoria della struttura del capitale: l'argomentazione dell'arbitraggio di Modigliani e Miller (1958, 1963) e la già citata posizione di Jensen e Meckling (1976) sui conflitti di agenzia.⁴⁰²

Modigliani e Miller dimostrano che, in presenza di decisioni di investimento fisse, devono essere presenti soggetti che non fanno ricorso all'impresa perché la struttura del capitale influisca sul valore dell'impresa; l'ammontare ottimale del debito bilancia le deduzioni fiscali fornite dal pagamento degli interessi con i costi esterni di un potenziale default.⁴⁰³

Jensen e Meckling (1976) contestano l'ipotesi di Modigliani e Miller secondo cui le decisioni di investimento sono indipendenti dalla struttura del capitale: gli azionisti di un'impresa con leva finanziaria, ad esempio, possono potenzialmente estrarre valore dai detentori di debito aumentando il rischio di investimento dopo che il debito è stato contratto (il problema della "sostituzione delle attività"): proprio questo comportamento predatorio crea costi di agenzia che la scelta della struttura del capitale deve riconoscere e controllare.⁴⁰⁴

Molti lavori teorici ed empirici si sono basati su queste due considerazioni; tuttavia, sia per i professionisti che per gli accademici, la ricerca passata è carente in due dimensioni critiche, in primo luogo, i due approcci non sono stati pienamente integrati: sebbene un rischio più elevato possa trasferire valore dagli obbligazionisti, può anche limitare la capacità dell'impresa di ridurre le imposte attraverso la leva finanziaria: una teoria generale dovrebbe spiegare in che modo gli aspetti proposti dai due modelli interagiscono per determinare la scelta congiunta della struttura del capitale e del rischio ottimali.⁴⁰⁵

In secondo luogo, le teorie non offrono consigli quantitativi sull'ammontare e sulla scadenza del debito che un'impresa dovrebbe emettere in contesti diversi; un ostacolo principale allo sviluppo di modelli quantitativi è stato la valutazione del debito a tasso fisso con rischio di credito: la determinazione del

⁴⁰¹ Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, pp. 1213-1215.

⁴⁰² Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, pp. 1213-1215.

⁴⁰³ Si veda Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, p. 1213 che cita Modigliani F., Miller M., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review, Volume 48, 1958, pp. 267-297; e che cita Modigliani F., Miller M., *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, American Economic Review, Volume 53, 1963, pp. 433-443.

⁴⁰⁴ Si veda Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, p. 1213 che cita Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4, 1976 pp. 305-360.

⁴⁰⁵ Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, p. 1214.

prezzo del debito rischioso è un prerequisito per determinare l'importo e la scadenza ottimali del debito.⁴⁰⁶

Ma il debito rischioso è uno strumento complesso: il suo valore dipenderà dall'importo emesso, dalla scadenza, dalle clausole di call, dalle determinanti dell'inadempienza, dai costi dell'inadempienza, dalle imposte, dal pagamento dei dividendi e dalla struttura dei tassi privi di rischio; inoltre, dipenderà anche dalla strategia di rischio scelta dall'impresa, che a sua volta dipenderà dall'ammontare e dalla scadenza del debito nella struttura del capitale dell'impresa.⁴⁰⁷

Nella letteratura sull'agenzia, anche al debito viene attribuito un ruolo significativo nel controllo dei conflitti di agenzia: Jensen (1986) suggerisce che gli obblighi contrattuali associati al debito riducono il controllo discrezionale del management sul free cash flow dell'azienda e il suo incentivo a impegnarsi in attività non ottimali;⁴⁰⁸ Grossman e Hart (1982) affermano che il debito costringe i manager a consumare meno benefici e a diventare più efficienti per ridurre la probabilità di fallimento, la perdita di controllo e la perdita di reputazione; mentre, in un'ampia e critica rassegna della letteratura;⁴⁰⁹ Harris e Raviv (1991) trovano che l'evidenza è ampiamente coerente con l'idea che il debito possa mitigare i conflitti di agenzia.⁴¹⁰

In generale, i dirigenti se non rivestono anche il ruolo di azionisti, sono interessati ad ostacolare l'aumento del capitale di debito, per due motivazioni: la prima è che un aumento del capitale di debito comprime la loro possibilità di comportamenti opportunistici, la seconda è che un aumento del capitale di debito può provocare un aumento del rischio di impiego non diversificabile.⁴¹¹

Quando invece, i managers sono anche azionisti, i conflitti di agenzia del capitale proprio sono meno presenti in rapporto alla quota di proprietà che i dirigenti hanno sottoscritto, e, in questo caso, i dirigenti potrebbero tendere ad accettare un aumento del capitale di debito per volere massimizzare l'accettazione di progetti a valore attuale netto positivo.⁴¹²

Difatti, il punto di vista della teoria dell'agenzia presenta il debito come un dispositivo di governance utile a ridurre il conflitto: la creazione di debito riduce i costi di agenzia del free cash flow, riducendo l'importo a disposizione dei manager; manager che sono obbligati per legge a rimborsare gli interessi.⁴¹³

⁴⁰⁶ Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, p. 1214.

⁴⁰⁷ Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, p. 1214.

⁴⁰⁸ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, *Managerial and Decision Economics*, Volume 16, 1995, p. 62 che citano Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*, Volume 76, 1986, pp. 323-339.

⁴⁰⁹ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, *Managerial and Decision Economics*, Volume 16, 1995, p. 62 che citano Grossman S.J., Hart O., *Corporate financial structure and managerial incentives*, in *The Economics of Information and Uncertainty*, editato da MaCall J.J., The University of Chicago Press, Chicago, 1982, pp. 107-137.

⁴¹⁰ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, *Managerial and Decision Economics*, Volume 16, 1995, p. 62 che citano Harris M., Raviv A., *The theory of capital structure*, *Journal of Finance*, Volume 46, 1991, pp. 297-356.

⁴¹¹ Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 98.

⁴¹² Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 98.

⁴¹³ Kochhar R., *Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics*, *Strategic Management Journal*, Volume 17, Numero 9, 1996, p. 715.

Se i manager spendono la liquidità disponibile in spese superflue o opportunistiche, la probabilità che il piano di rimborso venga rispettato diminuisce; in caso di inadempienza, i detentori del debito possono portare l'impresa davanti a un tribunale fallimentare e rivendicare i suoi beni; i manager perderebbero i loro diritti decisionali ed eventualmente il loro impiego nell'azienda: questa minaccia impedisce ai manager di intraprendere azioni dispendiose e di utilizzare gli asset in modo efficiente, aumentando il valore dell'azienda.⁴¹⁴

Anche la politica dei dividendi è stata suggerita come possibile strumento per ridurre i conflitti di agenzia: Easterbrook (1984) osserva che il pagamento periodico dei dividendi indurrebbe le imprese a rivolgersi ai mercati dei capitali per reintegrare i fondi (utilizzati attraverso il pagamento dei dividendi) per soddisfare le esigenze di investimento.⁴¹⁵

Poiché il processo di raccolta di capitali è accompagnato da una significativa divulgazione di informazioni, da un'analisi e da un intenso controllo da parte delle banche d'investimento e del mercato dei capitali in generale, esso funge da deterrente al comportamento opportunistico dei manager; Jensen (1986) sostiene che, come nel caso del debito, il pagamento dei dividendi riduce la quantità di fondi discrezionali a disposizione del management;⁴¹⁶ invece, Rozeff (1982) rileva che il pagamento di dividendi più elevati vengono utilizzati solitamente in imprese con costi di agenzia più elevati.⁴¹⁷

Secondo Modigliani e Miller (1961), il pagamento dei dividendi in contanti è un'area di potenziale conflitto tra gli azionisti e i manager aziendali: i manager sono incentivati a non pagare i dividendi soprattutto perché questi ultimi riducono la quantità di fondi discrezionali disponibili all'interno dell'azienda: questa riduzione dei fondi interni può indurre i manager a emettere azioni o debiti, sia per continuare a pagare i dividendi sia per raccogliere nuovi capitali per i programmi di investimento.⁴¹⁸

Inoltre, come discusso da Easterbrook (1984) e Rozeff (1982), i manager tendono a perdere autonomia se devono frequentemente raccogliere fondi sul mercato dei capitali e sottoporsi a un'emissione di titoli di debito a un maggiore rischio e monitoraggio.⁴¹⁹

⁴¹⁴ Kochhar R., *Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics*, Strategic Management Journal, Volume 17, Numero 9, 1996, p. 715.

⁴¹⁵ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 62 che citano Easterbrook F., *Two agency cost explanations of dividends*, American Economic Review, Volume 74, 1984, pp.650-659.

⁴¹⁶ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 62 che citano Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, pp. 323-339.

⁴¹⁷ Si veda Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, p. 62 che citano Rozeff M.S., *Growth, beta and agency costs-as determinants of dividend payout ratios*, Journal of Financial Research, Volume 5, 1982, pp. 249-259.

⁴¹⁸ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 335 che cita Miller M., Modigliani F., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, Journal of Business, 1961, pp. 411-433.

⁴¹⁹ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, pp. 335-336 che cita Easterbrook F., *Two agency cost explanations of dividends*, American Economic Review, Volume 74, 1984, pp.650-659; e che cita Rozeff M.S., *Growth, beta and agency costs-as determinants of dividend payout ratios*, Journal of Financial Research, Volume 5, 1982, pp. 249-259.

I dividendi possono anche costringere i manager a impegnare i flussi di cassa futuri per mantenere un certo livello di pagamenti di dividendi, se i manager si aspettano che gli investitori penalizzino le riduzioni o le omissioni di dividendi.⁴²⁰

Invece, dal punto di vista degli azionisti, la maggiore assunzione di rischio, il monitoraggio e l'impegno dei flussi di cassa futuri causati dal pagamento dei dividendi sono vantaggiosi, soprattutto quando le opportunità di investimento che l'impresa si trova ad affrontare non offrono i migliori rendimenti possibili.⁴²¹

L'aumento della leva finanziaria sarebbe un altro strumento efficace per controllare la liquidità e disciplinare le decisioni di investimento del management, sfruttando al contempo gli scudi fiscali per gli interessi passivi: attraverso un forte finanziamento del debito renderebbe i manager sono obbligati per contratto a utilizzare i flussi di cassa per pagare gli interessi e il capitale, riducendo così il desiderio degli azionisti di ricevere la liquidità in eccesso sotto forma di dividendi: l'evidenza empirica sul legame tra leva finanziaria e politiche dei dividendi, tuttavia, dimostra che le opportunità di crescita sono un fattore importante che influenza ciascuna di queste politiche separatamente.⁴²²

Si è sostenuto che la leva finanziaria possa alleviare i costi di agenzia in diversi modi: uno è quello di indurre i manager ad aumentare la loro partecipazione nell'impresa; aumentando il ricorso al finanziamento del debito, si sostituisce di fatto il capitale proprio, le imprese riducendo la loro base azionaria, aumentano così la percentuale di capitale posseduto dal management; un'altra possibilità è quella di ricorrere al debito per aumentare la probabilità di fallimento e di perdita del posto di lavoro;⁴²³ questo rischio aggiuntivo può motivare ulteriormente i manager a ridurre il consumo di benefit e ad aumentare l'efficienza.⁴²⁴

Secondo Gompers, Ishii, e Metrick (2003), è probabile che la gravità dei costi di agenzia sia inversamente correlata alla forza dei diritti degli azionisti:⁴²⁵ nello specifico, questi tre autori, utilizzano l'indice di governance per valutare la forza dei diritti degli azionisti: l'indice di governance determina il numero di disposizioni di corporate governance che limitano i diritti degli azionisti.

Gompers, Ishii, e Metrick dimostrano che le imprese con diritti degli azionisti più forti ottengono rendimenti anomali medi dell'8,5% all'anno; ciò può essere attribuito ai diritti degli azionisti più forti e

⁴²⁰ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, pp. 335-336 che cita Healy P., Palepu K., *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, Journal of Financial Economics, 1988, pp. 149-175.

⁴²¹ Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, p. 336 che cita Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, pp. 323-339.

⁴²² Si veda White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, Volume 2, Numero 4, 1996, pp. 338-339 che cita Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, Journal of Financial Economics, Volume 32, 1992, pp. 263-292; e che cita Barclay M., Smith C., Watts R., 1995, *The determinants of corporate leverage and dividend policies*, Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance, 1995, pp. 4-19.

⁴²³ Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, pp. 21-22.

⁴²⁴ Si veda Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, pp. 21-22 che citano Grossman S.J., Hart O., *Corporate financial structure and managerial incentives*, in *The Economics of Information and Uncertainty*, editato da McCall J.J., The University of Chicago Press, Chicago, 1982, pp. 107-137.

⁴²⁵ Si veda Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, p. 23 che citano Gompers P., Ishii J., Metrick A., *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics Volume 118, 2003, pp. 107-155.

ai minori costi di agenzia, che si traducono in un valore aziendale più elevato. Le imprese in cui i diritti degli azionisti sono forti soffrono di una più stretta separazione tra proprietà e controllo e quindi di conflitti di agenzia meno gravi.⁴²⁶

L'evidenza empirica dimostra che la relazione inversa tra diritti degli azionisti e leva finanziaria non esiste nelle imprese regolamentate, ma esiste nelle imprese industriali non regolamentate: sembra che la regolamentazione sostituisca la leva finanziaria nel controllo dei problemi di agenzia in questa tipologia di imprese.⁴²⁷

Mantenendo costante l'investimento assoluto del manager nell'impresa, l'aumento della quota dell'impresa finanziata dal debito aumenta la quota di capitale del manager, allineando così meglio gli interessi del manager e degli azionisti.⁴²⁸

Inoltre, come sostenuto da Jensen (1986), poiché l'indebitamento impegna l'impresa a spendere liquidità, riduce la quantità di liquidità a disposizione dei manager per un consumo eccessivo di benefit.⁴²⁹

Le imprese in cui i diritti degli azionisti sono più limitati hanno maggiori probabilità di sperimentare una più ampia divergenza tra proprietà e controllo e sono quindi più inclini ai conflitti di agenzia: poiché la leva finanziaria è legata ai costi di agenzia e i costi di agenzia sono a loro volta associati ai diritti degli azionisti, i teorici di agenzia ipotizzano che la leva finanziaria sia influenzata dalla forza dei diritti degli azionisti.⁴³⁰

La teoria dell'agenzia prevede che le imprese in cui i diritti degli azionisti sono più limitati (e, quindi, in cui i costi di agenzia sono più acuti) dovrebbero adottare rapporti di indebitamento più elevati per mitigare i maggiori costi di agenzia: di conseguenza, Jiraporn e Gleason (2007) si aspettano una relazione inversa tra la leva finanziaria e la forza dei diritti degli azionisti,⁴³¹ ipotizzando che, poiché la leva finanziaria è correlata ai costi di agenzia, che a loro volta sono probabilmente correlati alla forza dei diritti degli azionisti, esista una relazione economica significativa tra i due aspetti.⁴³²

⁴²⁶ Si veda Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, pp. 21-22 che citano Gompers P., Ishii J., Metrick A., *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics Volume 118, 2003, pp. 107-55.

⁴²⁷ Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, p. 22.

⁴²⁸ Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, p. 23.

⁴²⁹ Si veda Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, p. 23 che citano Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, pp. 323-339.

⁴³⁰ Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, p. 23.

⁴³¹ Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, p. 23.

⁴³² Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, pp. 21-22.

Una recente fonte di monitoraggio delle imprese proviene dai fondi pensione e dai fondi comuni di investimento: attraverso questi fondi si possono anche ridurre i costi di agenzia attraverso un monitoraggio ulteriore dell'impresa da parte degli investitori istituzionali.⁴³³

Il possesso di azioni attraverso i fondi pensione e i fondi comuni di investimento è aumentato notevolmente negli anni '80 e '90, e, col tempo, per gli investitori istituzionali è sempre più difficile vendere ampie porzioni di azioni senza deprimere i prezzi dei titoli.⁴³⁴

Pertanto, molti investitori istituzionali scelgono di monitorare più efficacemente le azioni dei manager delle imprese per aumentare la performance dei titoli piuttosto che vendere le loro partecipazioni in perdita; in altre parole, in molti casi gli investitori istituzionali si adoperano attivamente per influenzare le decisioni di politica aziendale.⁴³⁵

Pozen (1994) ha analizzato i numerosi metodi utilizzati dagli investitori istituzionali per influenzare il processo decisionale dei dirigenti, che vanno dalle discussioni informali con il management alle lotte per il controllo dell'azienda: l'autore ha analizzato come il monitoraggio da parte degli investitori istituzionali riduca il problema dell'agenzia e come influisca sia sulle partecipazioni degli insider sia sulle decisioni relative al debito e ai dividendi dell'azienda.⁴³⁶

Jensen, Solberg e Zorn (1992) hanno testato le tre decisioni finanziarie dei dirigenti: leva finanziaria, dividendi e proprietà degli insider in un sistema simultaneo: i tre autori hanno scoperto che la leva finanziaria e i dividendi sembrano essere scelti simultaneamente per ridurre i costi di agenzia; tuttavia, non hanno riscontrato alcuna prova che la proprietà di insider sia un sostituto di leva e dividendi nel controllo dei costi di agenzia.⁴³⁷

Bathala, Moon e Rao (1994) hanno osservato che livelli più elevati di insider ownership possono essere utilizzati per ridurre i costi di agenzia, riscontrando, inoltre, che la proprietà istituzionale sostituisce sia la proprietà manageriale sia la leva finanziaria nel controllo dei costi di agenzia.⁴³⁸ i tre autori hanno testato un sistema simultaneo di proprietà e leva finanziaria degli insider, includendo anche la proprietà

⁴³³ Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, p. 178.

⁴³⁴ Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, p. 178.

⁴³⁵ Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, p. 178.

⁴³⁶ Si veda Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, p. 178 che citano Pozen, R. C., *Institutional investors: The reluctant activists*, Harvard Business Review, Volume 72, 1994, pp. 140–149.

⁴³⁷ Si veda Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, pp. 178-179 che citano Jensen G. R., Solberg D. P., Zorn T. S., *Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 27, 1992, pp. 247–263.

⁴³⁸ Si veda Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, pp. 178-179 che citano Demsetz H, Lehn K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy, Volume 93, 1985, pp. 1155-1177; e che citano Bathala C. T., Moon K. P., Rao R. P., *Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective*, Financial Management Volume 23, 1994, pp. 38–50.

istituzionale come variabile indipendente; gli autori hanno osservato che il sistema è simultaneo, con la proprietà istituzionale che agisce come sostituto della proprietà manageriale e della leva finanziaria,⁴³⁹ anche Noronha, Shome e Morgan (1996) hanno condotto un test di simultaneità, concludendo che la leva finanziaria e i dividendi sono simultanei quando si prevede che i dividendi siano necessari per ridurre i costi di agenzia.⁴⁴⁰

Stulz (1990) suggerisce che il finanziamento del debito ha un duplice effetto sul valore dell'impresa e che la scelta del finanziamento del debito può comportare un maggiore monitoraggio del management.⁴⁴¹

Anche Fleming *et al.* (2005) discutono i vantaggi dei benefici del finanziamento del debito nell'attenuare i conflitti di agenzia tra azionisti, pur non trovando alcun supporto empirico a questo sostegno empirico a questa tesi.⁴⁴²

McConnell e Servaes (1995) suggeriscono che l'impatto del finanziamento del debito sui conflitti di agenzia variano a seconda delle opzioni di crescita dell'impresa, in quanto trovano che il livello di finanziamento del debito è correlato negativamente (positivamente) al valore dell'impresa per le imprese a crescita elevata, mentre è correlato positivamente al valore delle imprese a bassa crescita.⁴⁴³

Secondo McKnight e Weir (2009), il debito potrebbe avere un impatto sui costi di agenzia attraverso un maggiore monitoraggio, anche se il supporto empirico non è univoco.⁴⁴⁴

Nonostante Jensen e Meckling sostengano che l'utilizzo del capitale di debito è una manovra utile per aumentare la percentuale di proprietà manageriale nell'impresa, Chen e Steiner (1999) sono del parere che un uso eccessivo del debito sia rischioso, in quanto può aumentare il rischio di dissesto finanziario, che a sua volta può incrementare il rischio non diversificabile per i manager:⁴⁴⁵ nello specifico i due autori hanno dichiarato che la leva finanziaria, la proprietà manageriale, i dividendi e il rischio sono simultanei

⁴³⁹ Si veda Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, pp. 178-179 che citano Bathala C. T., Moon K. P., Rao R. P., *Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective*, Financial Management Volume 23, 1994, pp. 38-50.

⁴⁴⁰ Si veda Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, p. 179 che citano Noronha G. M., Shome D. K., Morgan G. E., *The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions*, Journal of Banking and Finance Volume 20, 1996, pp. 439-454.

⁴⁴¹ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 317 che citano Stulz R., *Managerial discretion and optimal financing policies*, Journal of Financial Economics, Volume 26, 1990, pp. 3-27.

⁴⁴² Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 317 che citano Fleming G., Heaney R., McCosker R., *Agency costs and ownership structure in Australia*, Pacific Basin Finance Journal, Volume 13, 2005, pp. 29-52.

⁴⁴³ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 317 che citano McConnell J., Servaes H., *Additional evidence on equity ownership and corporate value*, Journal of Financial Economics, Volume 27, 1990, pp. 595-612.

⁴⁴⁴ Si veda Troung T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, Journal of Multinational Financial Management, Volume 23, 2013, p. 317 che citano McKnight P.J., Weir C., *Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis*, Review of Economic Finance, Volume 48, 2009, pp. 139-158.

⁴⁴⁵ Chen C.R., Steiner T.L., *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*, The Financial Review, Volume 34, 1999, p. 122.

e che esistono effetti di sostituzione tra le tre variabili finanziarie e tra proprietà istituzionale e proprietà manageriale.⁴⁴⁶

⁴⁴⁶ Si veda Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, p. 179 che citano Chen C.R., Steiner T.L., *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*, The Financial Review, Volume 34, 1999, pp. 119-136.

CONCLUSIONI

La problematica dei conflitti di agenzia si può ritrovare con frequenza all'interno dei contesti organizzativi: fra le tre tipologie di questi conflitti (conflitti dell'equity, conflitti del debito, conflitti fra azionisti di maggioranza e di minoranza) questo lavoro si concentra sui conflitti dell'equity, che insorgono fra i proprietari ed i dirigenti di impresa, i quali rispettivamente, rivestono il ruolo di principali ed agenti della relazione d'agenzia.

Ogniquale volta coloro che detengono la proprietà di un'impresa delegano la funzione di gestione a terzi, si manifesta il fenomeno dei conflitti del capitale proprio; al contempo, una volta stabilite relazioni di agenzia, non si possono azzerare i costi di agenzia messi in atto; piuttosto, i principali dovrebbero avere interesse nel determinare la quantità ottimale di questi costi.

Lo scopo di questo lavoro è, per l'appunto, quello di illustrare tutte le possibili alternative a disposizione dei principali, affinché questi non ignorino o sottovalutino la problematica di agenzia, bensì si attivino per poter mettere in atto una quantità ottimale dei costi di agenzia, così da raggiungere il miglior rapporto costi – benefici di agenzia, in grado di attenuare il più possibile la perdita residuale.

Il primo capitolo di questo elaborato, avente la finalità di far percepire l'importanza e le criticità dei conflitti dell'equity, si è focalizzato nell'approfondire la teoria dell'agenzia, andando ad analizzare e a comparare le varie posizioni teoriche su questo tema, per poi occuparsi dei principali effetti che questi conflitti hanno sulle realtà aziendali.

Nello specifico, per quel che riguarda le posizioni teoriche sulla relazione d'agenzia, è stato dato particolare spazio all'esposizione delle due principali correnti teoriche che hanno trattato i conflitti di agenzia: la corrente positivista e quella riguardante il modello principale – agente.

Queste due correnti, nonostante abbiano delle evidenti divergenze (che si concretizzano nel rigore matematico, nel registro linguistico adottato, e nelle variabili analizzate), presentano anche delle vedute comuni riguardo ad ipotesi concernenti persone, organizzazioni, ed informazioni; perciò, si ritiene corretto considerare queste due visioni integrative e non sostitutive; da questo punto di vista, la corrente principale – agente può essere vista come un ampliamento della corrente positivista.

La visione positivista si concentra nell'individuare tutte le situazioni in cui vi possono essere delle divergenze degli obiettivi fra principali ed agenti, ove i primi hanno un interesse primario nella massimizzazione del valore aziendale, mentre i secondi sono più concentrati ad aumentare la propria ricchezza personale, la propria ricchezza investita nell'azienda e la propria reputazione (i tre elementi soggetti al rischio di impiego non diversificabile); la divergenza di obiettivi è da considerarsi la causa principale dei conflitti di agenzia.

Inoltre, tale divergenza può facilmente tramutarsi nell'adozione di vari e spregiudicati comportamenti opportunistici dei dirigenti d'impresa, che possono includere determinate azioni volte ad aumentare la ricchezza e/o i vantaggi dei manager, a scapito del valore creabile dall'azienda; queste azioni possono riguardare un orientamento manageriale al reddito contabile, rinunce ad investimenti considerati rischiosi, entrenching investment, riduzione dello sforzo manageriale, e l'approvazione di determinati benefici privati per i manager stessi.

Il filone positivista ha, inoltre, trattato i temi della rivendicazione residua, dell'attore residuo e del rischio residuo; sempre all'interno dell'argomento dell'attitudine al rischio, l'approccio teorico si è

concentrato sull'analisi della migliore struttura organizzativa per mantenere separate le funzioni di rischio d'impresa (di competenza della proprietà aziendale) e di gestione d'impresa (di competenza del management).

La corrente principale – agente si focalizza nella ricerca del miglior contratto possibile da stipulare fra il principale e l'agente, così da identificare il contratto più efficiente per le parti in riferimento a determinate situazioni; in riferimento all'attitudine al rischio, questa corrente presenta una correlazione positiva fra l'incertezza dei risultati ed i contratti basati sul comportamento, mentre identifica una correlazione negativa fra l'incertezza dei risultati ed i contratti basati sui risultati stessi.

Il primo capitolo tratta inoltre l'impatto dei conflitti dell'equity sulla dinamica dell'internazionalizzazione, dove il ruolo del principale lo ricopre la sede centrale di un'impresa, mentre il ruolo dell'agente viene affidato ad una filiale estera; tale relazione viene resa problematica da eventuali asimmetrie informative o divergenze di obiettivi generati da tre particolari fattori: la distanza culturale, il ruolo strategico ed operativo della filiale, e l'impegno organizzativo a livello individuale.

Il primo capitolo si conclude presentando l'influenza dei conflitti dell'equity all'interno delle PMI e delle imprese familiari: se risulta poco rilevante la presenza di questi conflitti nelle PMI (dove in alcuni casi sono addirittura assenti), di particolare interesse risulta, piuttosto la relazione di agenzia all'interno delle imprese familiari.

Se, difatti, a causa della loro natura, i conflitti del capitale proprio emergono con maggiore facilità all'interno delle società azionarie a proprietà diffusa, questi conflitti possono essere presenti in qualsiasi tipo di organizzazione in cui si separano le funzioni di proprietà da quelle di gestione, anche all'interno delle imprese familiari, dove, nonostante la vicinanza di parentela dei soggetti principali ed agenti, si può generare, soprattutto con l'avvento delle generazioni successive a quelle dei fondatori, un conflitto fra i nuclei familiari, spesso rappresentati dalla distinzione fra i proprietari familiari attivi (i quali fanno parte della dirigenza) e i proprietari familiari passivi (che si limitano alla funzione di proprietà); con i primi, che possono mettere in atto dei comportamenti opportunistici a scapito della ricchezza dei secondi.

Il secondo capitolo si apre con una esposizione generale delle caratteristiche della corporate governance, andando a fornire brevemente delle definizioni sugli principali organi che compongono la governance aziendale.

Tale esposizione si rivela strumentale ad un'approfondita illustrazione del consiglio di amministrazione, in quanto vengono considerate le determinanti della sua struttura, ovvero la sua dimensione e la sua composizione.

In riferimento alla sua dimensione, la letteratura che si occupa dei conflitti di agenzia mostra posizioni contrastanti, in quanto il pensiero comune è che ogni impresa abbia una diversa dimensione ottimale del consiglio di amministrazione.

Detto questo, si possono riscontrare numerosi pareri che individuano una relazione positiva fra l'efficacia del monitoraggio di un CDA ed il suo allargamento: dato che, ciascun amministratore, attraverso l'apporto di personali competenze, esperienze e capacità, rafforza l'autorevolezza e l'efficacia di un CDA, in generale, ad una maggiore dimensione del consiglio corrisponde una maggiore capacità di monitoraggio (ovvero, maggiori probabilità di ridurre i conflitti dell'equity).

Riguardo alla composizione del CDA, si ritiene che i conflitti dell'equity siano scoraggiati maggiormente da un CDA con una prevalenza di amministratori non esecutivi rispetto agli amministratori interni; detto

ciò, anche per la composizione del CDA, la letteratura considera che un mix perfetto di amministratori interni, grigi ed indipendenti, sia diversa per ogni impresa.

La struttura del CDA risulta utile per considerare il monitoraggio sulla gestione, il quale comprende sia la misurazione che l'osservazione del comportamento dei dirigenti dell'impresa; in questo contesto, l'elaborato ha considerato due diversi filoni teorici che si sono occupati della funzione di monitoraggio: il primo filone considera una conoscenza specifica dell'attività dell'impresa ed esperienze a livello di settore come fattori determinanti per un CDA efficace nel monitorare il management; il secondo filone considera invece questi fattori come potenzialmente dannosi, in quanto possono avvicinare le esigenze e gli interessi di management e CDA, compromettendo l'esito del monitoraggio.

Viene inoltre considerata la prospettiva teorica della visione delle risorse, secondo cui la funzione centrale del CDA è quella di apportare risorse all'impresa, dove per risorse si intende l'insieme di tutto ciò che può essere considerato un vantaggio o uno svantaggio aziendale.

Dopo l'attività di monitoraggio, vengono analizzate le attività di bonding: queste hanno come obiettivo la riduzione della perdita di valore azionario attraverso previsioni contrattuali che possono prevedere forme di penalizzazioni o di risarcimenti pecuniari in specifici casi (come cattiva condotta lavorativa, o illeciti dei dirigenti).

Solitamente proposte dagli azionisti, le attività di bonding possono, in alcuni casi, essere proposte dagli stessi manager, i quali sono interessati a conquistare la fiducia degli azionisti.

In generale, per quanto riguarda la redazione dei contratti che prevedono attività di bonding questi generano vantaggi fino al limite in cui il costo marginale di tali attività eguaglia i guadagni marginali derivanti dalla riduzione della perdita residua.

Nonostante le attività di monitoraggio e di bonding possano essere considerate come strumenti sostitutivi all'interno di un sistema di governance, tali strumenti, soprattutto nel lungo periodo, possono essere considerati complementari, in quanto, l'aumento dell'intensità di monitoraggio sposta il rischio sui manager, che richiedono quindi un compenso maggiore per controbilanciare l'aumento del rischio di occupazione e di carriera: in questo senso i due fenomeni si rafforzerebbero a vicenda in un ciclo negativo in cui le attività di monitoraggio comportano un ricorso alle attività di bonding, che incrementano la retribuzione dei dirigenti, le quali, a loro volta, richiedono maggiori costi di monitoraggio e di bonding.

Per quello che concerne gli incentivi manageriali, questi (specialmente quelli che retribuiscono i manager con assegnazione, ordinaria e non, delle azioni) si rivelano un ottimo strumento per connettere la ricchezza privata dei manager con la ricchezza aziendale; in tal modo, i manager avrebbero sempre più interesse ad impegnarsi per aumentare il valore dell'impresa; in altre parole, riducendo i compensi fissi dei dirigenti, si ridurrebbero, probabilmente, anche i loro comportamenti opportunistici.

Nello specifico, le stock options si rivelano uno strumento particolarmente utile per contrastare l'avversione al rischio dei dirigenti: dato che il payoff atteso delle stock options aumenta con la variazione del prezzo delle azioni, queste opzioni incentivano il manager a investire in progetti che aumentano la rischiosità dei flussi di cassa dell'azienda.

Infine, il secondo capitolo espone l'importanza del ricorso del capitale di debito riguardo la scelta di struttura finanziaria: in particolare, le obbligazioni contrattuali derivanti dal ricorso al capitale di debito rappresentano dei limiti al controllo discrezionale del management, garantendogli minori livelli di

liquidità a disposizione (che si traducono in benefici personali minori) e stimolandolo ad impegnarsi maggiormente nel suo ruolo.

Nonostante ciò, l'aumento del capitale di debito può rappresentare per gli azionisti un'arma a doppio taglio, poiché, se un maggiore aumento risulta efficace nel diminuire il free cash flow a disposizione dei manager, e quindi, a mitigare, se non eliminare, i comportamenti opportunistici tipici dei conflitti del capitale proprio, allo stesso tempo, un incremento del debito si tradurrebbe in un aumento dei costi di agenzia del capitale di debito.

In generale, le criticità che i conflitti del capitale proprio possono generare sono svariate e riguardano l'azione aziendale nel suo complesso; queste si presentano attraverso determinati effetti che possono modificare gli obiettivi aziendali, l'attitudine al rischio dell'impresa, l'approccio aziendale all'internazionalizzazione, e più in generale la performance aziendale.

Per cui, risulta essenziale non ignorare o sottovalutare tali conflitti, i quali sono quasi sempre presenti (almeno in minima entità) all'interno degli ambienti organizzativi in cui i soggetti titolari della funzione di gestione non coincidono con i proprietari.

Occorre contrastare i comportamenti opportunistici che vengono generati da questi conflitti attraverso un'attenta programmazione dei costi di agenzia da sostenere: in tal senso, gli azionisti hanno a disposizione variegati strumenti (struttura del CDA, monitoraggio, bonding, incentivi manageriali, ricorso strutturale al capitale di debito) che la letteratura sull'agenzia considera onerosi, ma piuttosto efficaci.

Detto questo, le modalità di risoluzione dei conflitti esposte all'interno di questo elaborato sono già note da moltissimi anni: sin dal 1976, gli stessi Jensen e Meckling (autori del primo, essenziale, contributo di riferimento della corrente positivista, e punto cardine di tutta la letteratura che si è occupata del problema di agenzia) hanno introdotto, analizzato, e discusso l'utilità di questi strumenti, presentandoli come valide soluzioni ai conflitti di agenzia del capitale proprio.

Tali strumenti sono stati poi ripresi e ridiscussi da numerosi altri autori, i quali hanno ampliato e consolidato il dibattito sulla loro utilità, ed in generale, nonostante alcuni pareri contrastanti, queste modalità di risoluzione sono sempre state considerate efficaci nel diluire i comportamenti opportunistici degli agenti.

Nonostante ciò, vista la natura, sicuramente non recente, delle soluzioni proposte per i conflitti dell'equity, nel complesso, ci si auspica che, negli anni futuri, la letteratura che si occupa delle relazioni di agenzia, sia in grado di proporre dei nuovi efficaci approcci per la risoluzione dei conflitti dell'equity.

Riferimenti bibliografici:

Adams R. (2009), *Asking directors about their dual roles*, Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, 2010, pp. 1-51.

Allam, B.S. (2018), *The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence*, Corporate Governance (Bingley), Volume 18, Numero 6, 2018, pp. 1147-1176.

Amihud Y., Lev B., *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*, The Bell Journal of Economics, Volume 12, Numero 2, 1981, pp. 605-617.

Anderson E., *The salesperson as outside of employee: A transaction cost analysis*, Marketing Science, Volume 4, 1985, pp. 234-254.

Armstrong, C.S., Guay, W.R., Weber, J.P., *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*, Journal of Accounting and Economics, Volume 50, Numeri 2-3, 2010, pp. 179-234.

Arthur N., *Board composition as the outcome of an internal bargaining process: empirical evidence*, Journal of Corporate Finance, Volume 7, 2001 ,pp. 307–340.

Badu A. E., Appiah, K.O., *The effects of board experience and independence on mitigating agency conflict*, Journal of Accounting in Emerging Economies, Volume 7 Numero 4, 2017, pp. 445-467.

Barclay M., Smith C., Watts R., 1995, *The determinants of corporate leverage and dividend policies*, Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance, 1995, pp. 4- 19.

Barnard C. I., (1938) *The functions of the executive*, Cambridge MA: Harvard University Press, 1938.

Bathala C.T., Rao R.P., *The determinants of board composition: an agency theory perspective*, Managerial and Decision Economics, Volume 16, 1995, pp. 59-69.

Bathala C. T., Moon K. P., Rao R. P., *Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective*, Financial Management Volume 23, 1994, pp. 38–50.

Baysinger D., Butler H.N., *Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition*, Journal of Law, Economics and Organization, Volume 1, 1985, pp. 101-124.

Baysinger, B., Hoskisson, R. E., *The composition of board of directors and strategic control: effects on corporate strategy*, The Academy of Management Review, Volume 15, 1990, pp. 72–87.

Bebchuk L.A., Kraakman R., Triantis G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash – Flow Rights*, Harvard Law School Olin Discussion Paper, Numero 249, 1999, pp. 1 – 27.

Berk J., De Marzo P., *Finanza Aziendale 2*, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.a., Milano, 2008.

Blanco – Mazagatos V., De Quevedo – Puente E., Castrillo L.A., *How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective* , Journal of Family Business Strategy, Volume 7, 2016, pp. 167-177.

- Brickley, J. A., James C.M., *The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking*, Journal of Law and Economics, Volume 30, Numero 1, 1987, pp. 161-180.
- Bushman, R.M., Smith, A.J., *Financial accounting information and corporate governance*, Journal of Accounting and Economics, Volume 32, Numeri 1-3, 2001, pp. 237-333.
- Bushman R.M., Chen Q., Engel E., Smith A., *Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems*, Journal of Accounting and Economics, Volume 37, 2004, pp. 167-201.
- Business Week, *Executive pay: The top earners*, Bloomberg, Business Week del 7 Maggio 1984, New York, pp. 88-116.
- Carney M., *Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms*, Entrepreneurship Theory and Practice, Volume 29, Numero 3, 2005, pp. 249-265.
- Cattaneo M., *Manuale di finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1999.
- Chan M., *Executive Compensation*, Business and Society Review, Volume 13, Numero 1, 2008, pp. 129-161.
- Chaudhary P., *Agency costs, board structure and institutional investors: case of India*, Asian Journal of Accounting Research, Volume 7, Numero 1, 2021, pp. 44-58.
- Chen C.R., Steiner T.L., *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*, The Financial Review, Volume 34, 1999, pp. 119-136.
- Chen Y.R., Chen C.R., Chu C.K., *The effect of executive stock options on corporate innovative activities*, The Journal of Financial Management, Volume 43, Numero 2, 2014, pp. 271-290.
- Chrisman J.J., Chua J.H., Litz R., *Comparing the Agency Costs of Family and Non – Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, Family Business Review, Volume 12, Numero 1, 2004, pp. 335-354.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., Chang, E. P. C., *Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms*, Journal of Business Research, Volume 60, Numero 10, 2007, pp. 1030-1038.
- Collins M.C., Blackwell D.W., Sinkey J.F., *The Relationship Between Corporate-Compensation Policies and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, pp. 40-53.
- Crawford A., Ezzell J., Miles J., *Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation*, Journal of Business, Volume 68, Numero 2, 1995, pp. 231-256.
- Crutchley C.E., Jensen M.R.H., Jahera J.S., Raymond J.E., *Agency problems and the simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership*, International Review of Financial Analysis, Volume 8, Numero 2, 1999, pp. 177-197.
- Dalocchio M, Salvi A., *Finanza aziendale 2 – Finanza straordinaria*, Egea s.p.a., Milano, 2011.

- Dass N., Kini O., Nanda V., Onal B, Wang, J., *Board expertise: do directors from related industries help bridge the information gap?*, *Review of Financial Studies*, Volume 27, Numero 3, 2014, pp. 1533-1592.
- Demsetz H., *The structure of ownership and the theory of the firm*, *Journal of Law and Economics*, Volume 26, 1983, pp. 375-393.
- Demsetz H, Lehn K., *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, *Journal of Political Economy*, Volume 93,1985, pp. 1155-1177.
- Deutsch Y., Keil T., Laamanen T., *A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk*, *Strategic Management Journal*, Volume 32, Numero 2, 2011, pp. 212-227.
- Dey, A., *Corporate governance and agency conflicts*, *Journal of Accounting Research*, Volume 46, Numero 5, 2008, pp. 1143-1181.
- Dhaliwal D. S., Salamon G., Smith. E.D., *The Effect of Owner versus Management Control on the Choice of Accounting Methods*, *Journal of Accounting and Economics*, Volume 4, 1982, pp. 41-53.
- Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013.
- Donaldson L., *The ethereal hand: organizational economics and management theory*, *The Academy of Management Review*, Volume 15, 1990, pp. 369-381.
- Easterbrook F., *Two agency cost explanations of dividends*, *American Economic Review*, Volume 74, 1984, pp.650-659.
- Eaton J., Rosen H. , *Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration*, *Journal of Finance*, Volume 38, 1983, pp. 1489-1505.
- Eccles R., *Transfer pricing as a problem of agency*, in J. Pratt & R. Zeckhauser (Eds.), *Principals and agents: The structure of business*, Boston: Harvard Business School Press, 1985, pp. 151-186.
- Eddleston K., Kellermanns F, *Destructive and Productive Family Relationships: A Stewardship Theory Perspective*, *Journal of Business Venturing*, Volume 22, 2007, pp. 545-565.
- Eisenhardt K.M., *Control: Organizational and economic approaches*, *Management Science*, Volume 31, 1985, pp. 134- 149
- Eisenhardt K.M., *Agency and institutional explanations of compensation in retail sales*, *The Academy of Management Review*, Volume 31, 1988, pp. 488-511.
- Eisenhardt K. M., *Agency theory: an assessment and review*, *The Academy of Management Review*, vol. 14, n. 1, 1989, pp. 57-74.
- Elson C., *Director compensation and the management captured board – the history of a symptom and a cure*, *Southern Methodist Law Review*, Volume 50, 1995, pp. 127 -174.
- Faccio M. e Lang L.H.P., *The ultimate ownership of Western European corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 65, 2002, pp. 365-395.
- Fama E. F., *Agency problems and the theory of the firm*, *Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2, 1980, pp. 288-307.

Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Volume 26, 1983. Pp. 301-325.

Filatotchev I., Nakajima C., *Corporate Governance: Responsible Managerial Behaviour, and Corporate Social Responsibility: Organizational Efficiency versus Organizational Legitimacy?*, The Academy of Management Review, Volume 28, Numero 3, 2014, pp. 289-306.

Filatotchev I. Wright M., *The life cycle of Corporate Governance*, The New Global Economy, London, 2005.

Fleming G., Heaney R., McCosker R., *Agency costs and ownership structure in Australia*, Pacific Basin Finance Journal, Volume 13, 2005, pp. 29–52.

Fluck S., *The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict*, The Review of Financial Studies, Volume 12, Numero 2, 1999, pp. 379-404.

Francis, J.R., Wilson, E.R., *Auditor changes: a joint test of theories relating to agency costs and auditor differentiation*, The Accounting Review, Volume 63, Numero 4, 1988, pp. 663-682.

Fregonara E., Cavanna M., *La struttura ed il funzionamento*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020.

Garanina, T., Kaikova, E., *Corporate governance mechanisms and agency costs: cross country analysis*, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Volume 16, Numero 2, 2016, pp. 347-360.

Gaver J., Gaver K., *Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing. dividend and compensation policies*, Journal of Accounting and Economics., Volume 16, 1993, pp. 125- 160.

Gillan S., Hartzell J., Starks L., *Explaining Corporate Governance: Boards, By laws and Charter Provisions*, Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper, No. 2003-03, University of Texas, Austin, 2003.

Gomez-Mejia L.R., & Balkin D.B., *Determinants of faculty pay: An agency theory perspective*, The Academy of Management Review, Volume 35, 1992, pp. 921-955.

Gomez-Mejia L. R., Tosi H., Hinkin T., *Managerial control, performance, and executive compensation*, The Academy of Management Review, Volume 30, Numero 1, 1987, pp. 51–70.

Gompers P., Ishii J., Metrick A., *Corporate governance and equity prices*, Quarterly Journal of Economics Volume 118, 2003, pp. 107–155.

Goshen Z., Squire R., *Principal costs: a new theory for corporate law and governance*, Columbia Law Review, Volume 117, Numero 3, 2017, pp. 767-829.

Grenadier, S.R., Wang, N., *Investment timing, agency, and information*, Journal of Financial Economics, Volume 75, 2005, pp. 493-533.

Grossman S.J., Hart O., *Corporate financial structure and managerial incentives*, in *The Economics of Information and Uncertainty*, editato da MaCall J.J., The University of Chicago Press, Chicago, 1982, pp. 107-137.

- Guo L., Masulis R.W., *Board Structure and Monitoring: New Evidence from CEO Turnovers*, *The Review of Financial Studies*, Volume 28, Numero 10, 2015, pp. 2770-2811.
- Hambrick D.C., D'Aveni R.A., *Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies*, *Management Science*, Volume 38, pp. 1445-1466.
- Harris M., Raviv A., *The theory of capital structure*, *Journal of Finance*, Volume 46, 1991, pp. 297-356.
- Harris M., Raviv A., *A theory of board control and size*, *Review of Financial Studies*, Volume 21, 2008, pp. 1797-1832.
- Hart O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press, London, 1995.
- Hart O., Moore J.H., *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*, mimeo, Massachusetts Institute of Technology.
- Hart O., Moore J.H., *Debt and Seniority: An Analysis of Hard Claims in Constraining Management*, *American Economic Review*, Volume 85, 1995 pp. 567-585.
- Haugen R.A., Senbet L.W., *Resolving the agency problems of external capital through options*, *Journal of Finance*, Volume 36, 1981, pp. 629–647.
- He H., Sommer D.W., *Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition*, *The Journal of Risk and Insurance*, Volume 77, Numero 2, 2010, pp. 265-295.
- Healy P., 1985, *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, *Journal of Accounting and Economics*, 1985, pp. 85-107.
- Healy P. , Palepu K., *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 149- 175.
- Hendry J., *Beyond self-interest: agency theory and the board in a satisficing world*, *British Journal of Management*, Volume 16, 2005, p. S55-S63.
- Henry, D., *Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: a private contracting perspective*, *Journal of Pacific Basin Finance*, Volume 18, 2010, pp. 24–46.
- Hermalin B., Weisbach M., *The Determinants of Board Composition*, *Rand Journal of Economics*, Volume 19, 1988, pp. 589-606.
- Hermalin B., Weisbach M., *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO*, *American Economic Review*, Volume 88, 1998, pp. 96-118.
- Hillman A.J., Dalziel T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, *The Academy of Management Review*, Volume 28, Numero 3, 2003, pp. 383-396.
- Holderness, C.G., *A survey of blockholders and corporate control*, *Economic Policy Review*, Volume 9, Numero 1, 2003, pp. 51-64.
- Hoskisson R.E., Castleton M.W., Withers M.C., *Complementarity in Monitoring and Bonding: More Intense Monitoring Leads to Higher Executive Compensation*, *The Academy of Management Review*, Volume 23, Numero 2, 2009, pp. 57-74.

Hsu H.H., Wu C.Y.H., *Board composition, grey directors and corporate failure in the UK*, The British Accounting Review, Volume 46, 2014, pp. 215-227.

Irrera M., Spiotta M., Cavanna M., *L'articolazione*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020.

Jensen G. R., Solberg D. P., Zorn T. S., *Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Volume 27, 1992, pp. 247–263.

Jensen M.C., *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, American Economic Review, Volume 76, 1986, pp. 323-339.

Jensen, M.C., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, The Journal of Finance, Volume 48, Numero 3, 1993, pp. 831-880.

Jensen M.C., Smith C.W., *Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory*, Recent Advances in corporate finance, 1985, pp. 93-131.

Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial management, Volume 3, Numero 4 ,1976 pp. 305-360.

Jensen M.C., Murphy K.J., *Performance Pay and Top Management Incentives*, Journal of Political Economy, Volume 98, 1990, pp. 225-263.

Jiraporn P., Gleason K.C., *Capital structure, shareholder rights, and corporate governance*, The Journal of Financial Research, Volume 30, Numero 1, 2007, pp. 21-33.

John, F. Michael, T., *Composing a balanced and effective board to meet new governance mandates*, The Business Lawyer, Volume 59, Numero 2, 2004, pp. 425-428.

John K., Senbet L., *Corporate governance and board effectiveness*, Journal of Banking and Finance, Volume 22, 1998, pp. 371–403.

Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., *Tunneling*, in AEA papers and proceedings, Volume 90, Numero 2, 2000, pp. 22-27.

Jones, T.M., *Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics*, The Academy of Management Review, Volume 20, Numero 2, pp. 404-437.

Kasbar M.S.H., Tsitsianis N., Triantafylli A., Haslam C., *An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance*, Journal of Applied Accounting Research, 2022, pp. 1-25.

Kesner F., *Director s' stock ownership and organizational performance: an investigation of Fortune 500 companies*, Journal of Management, Volume 13, 1987, pp. 499-507.

Kochhar R., *Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics*, Strategic Management Journal, Volume 17, Numero 9, 1996, pp. 713-728.

Kroll M., Simmons S. A., Wright P., *Determinants of chief executive officer compensation following major acquisitions*, Journal of Business Research, Volume 20, Numero 4, 1990, pp. 349–366.

La Porta R., Lopez-De Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Legal determinants of external Finance*, in The Journal of Finance, Volume 52, Numero 3, 1997, p. 1131-1150.

- La Porta R., Lopez-De Silanes F., Shleifer A. *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance, Volume 54, Numero 2, 1999, pp. 471-517.
- Laux V., *Executive pay, innovation, and risk-taking*. Journal of Economics and Management Strategy, Volume 24, Numero 2, 2015, pp. 275–305.
- Leland H.E., *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, The Journal of Finance, Volume 53, Numero 4, 1998, pp. 1213-1243.
- Lippert R.L., Moore W.T., *Monitoring versus Bonding: Shareholder Rights and Management Compensation*, Financial Management, Volume 24, Numero 3, 1995, pp. 54-62.
- Lipton M., Lorsch J., *A modest proposal for improved corporate governance*, The Business Lawyer Volume 48, Numero 1, 1992, pp. 59–77.
- Long M.S. e Malitz I.B., *Investment patterns and financial leverage*, Friedman B.M. Corporate Capital Structures in the United States, University of Chicago Press, Chicago, 1985, pp. 325-352.
- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., Dino, R. N. (2005). *The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms*. Journal of Organizational Behavior, Volume 26, Numero 3, 2005, pp. 313–330.
- Luzcka T., *Foreign capital in small and medium enterprise. Selected aspects of the micro-and macroeconomic*, WN PWN, Warsaw-Poznan, 2001.
- MacCrimmon K., Wehrung, D. *Taking risks: The management of uncertainty*, New York: Free Press, 1986.
- Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston, 1971.
- Manne H. G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, J.P.E. Volume 73, numero 2, 1965, pp. 110-120.
- Manne H.G., *Our Two Corporate Systems: Law and Economics*, Virginia Law Review, Volume 53, 1967, pp. 259-285.
- Manso, G., *Motivating innovation*, The Journal of Finance, Volume 66, Numero 5, 2011, pp. 1823–1860.
- Marchi L., *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Giuffrè Editore, Milano, 2012.
- McConnell J., Servaes H., *Additional evidence on equity ownership and corporate value*, Journal of Financial Economics, Volume 27, 1990, pp. 595–612.
- McKnight P.J., Weir C., *Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: a panel data analysis*, Review of Economic Finance, Volume 48, 2009, pp. 139–158.
- Michalski G., *Agency Costs in Small and Medium Wood Industry Enterprises with Full Operating Cycle and Cash Levels*, Procedia: Economics and Finance, Volume 34, 2015, pp. 461-468.
- Miller M., Modigliani F., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, Journal of Business, 1961, pp. 411-433.

- Miller, D., Minichilli, A., Corbetta, G., *Is family leadership always beneficial?*, *Strategic Management Journal*, Volume 34, Numero 5, 2013, pp. 553–571.
- Modigliani F., Miller M., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, *American Economic Review*, Volume 48, 1958, pp. 267-297.
- Modigliani F., Miller M., *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*, *American Economic Review*, Volume 53, 1963, pp. 433-443.
- Mohuiddin, M., Karbhari, Y., *Audit committee effectiveness: a critical literature review*, *Journal of Business and Economics*, Volume 9, Numero 1, 2010, pp. 97-125.
- Montalenti P., Cagnasso O., *Corporate governance, modelli societari, autonomia statutaria: profili introduttivi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020.
- Myers S.C., *Determinants of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics*, Volume 5, 1977, pp.148-149.
- Nakajima C., *Shareholder primacy revisited*, *Company Lawyer*, Volume 33, 2012, pp. 193-198.
- Nakajima C., Sheffield E., *Conflicts of interest and Chinese walls*, London: Butterworths, London, 2002.
- Nam J., Ottoo R.E., Thornton J. H., *The Effect of Managerial Incentives to Bear Risk on Corporate Capital Structure and R&D Investment*, *The Financial Review*, Volume 38, 2003, pp. 77-101.
- Noronha G. M., Shome D. K., Morgan G. E., *The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions*, *Journal of Banking and Finance* Volume 20, 1996, pp. 439–454.
- Oviatt P.M., *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, *The Academy of Management Review*, Volume 13, Numero 2, 1988, pp. 214-225.
- Parlamento Europeo, *Piccole e medie imprese*, di Gourdères F., in *Politiche per l'industria, l'energia e la ricerca*, Note tematiche sull'Unione Europea, 2021, disponibile su <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/63/piccole-e-medie-imprese>
- Patton, A., Baker, J. C., *Why won't directors rock the boat?*, *Harvard Business Review*, Volume 65, 1987, pp. 10–18.
- Perrow C., *Economic Theories of Organisation*, *Theory and Society*, Volume 15, 1986, pp. 11-45.
- Pfeffer J., Salancik G. *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*, New York: Harper & Row, New York, 1978.
- Pollastro I., *I compensi*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020.
- Pozen, R. C., *Institutional investors: The reluctant activists*, *Harvard Business Review*, Volume 72, 1994, pp. 140–149.

Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. L. 124 del 20/05/2003, pp. 0036-0041, vedasi Titolo I, Articolo 2.

Rahmat, M.M., Iskandar, T.M., Saleh, N.M., *Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies*, *Managerial Auditing Journal*, Volume 24, Numero 7, 2009, pp. 624-638.

Rosenstein, S., Wyatt J.G., *Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth*, *Journal of Financial Economics*, Volume 26, Numero 2, 1990, pp. 175-191.

Ross, S.A., *The economic theory of agency: the principal's problem*, *American Economic Review*, Volume 63, Numero 2, 1973, pp. 134-139.

Roth K. O'Donnel S., *Foreign Subsidiary Compensation Strategy: An Agency Theory Perspective*, *The Academy of Management Review*, Volume 39, Numero 3, 1996, pp. 678-703.

Rozeff M.S., *Growth, beta and agency costs-as determinants of dividend payout ratios*, *Journal of Financial Research*, Volume 5, 1982, pp. 249-259.

Schauble J., *The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs*, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Volume 19, Numero 1, 2019, pp. 1-22.

Schmidt R., *Does board composition really make a difference?*, *Conference Board Record*, Volume 12, 1975, pp. 38-41.

Schulze W., Lubatikin M.H., Dino R.N., Buckholtz A.K., *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*, *Organization Science*, Volume 12, Numero 2, 2001, pp. 99-116.

Securities and Exchange Commission, *Staff Report on Corporate Accountability*, Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1980.

Shapiro S.P., *Agency Theory*, *Annual Review of Sociology*, Volume 31, 2005, pp. 263-284.

Shibata T., *Investment timing, asymmetric information, and audit structure: a real options framework*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Volume 33, 2009, pp. 903-921.

Shibata T., Nishihara M., *Dynamic investment and capital structure under manager-shareholder conflict*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Volume 34, Numero 2, 2010, pp. 158-178.

Shleifer A., Vishny R., *Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments*, *Journal of Financial Economics*, Volume 25, 1989, pp. 123-139.

Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, *Journal of Finance*, Volume 52, 1997, pp. 737-783.

Sloan. R., *Accounting earnings and top executive compensation*, *Journal of Accounting and Economics*, Volume 16, 1993, pp. 55-100.

Smith, C. Stulz R., *The determinants of firm's hedging policies*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 48, 1985, pp. 391-405.

Smith C., Watts R., *The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies*, *Journal of Financial Economics*, Volume 32, 1992, pp. 263-292.

- Solomon, J., *Corporate Governance and Accountability*, Jon Wiley & Sons, London, 2013.
- Spiotta M., Cavanna M., *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera M., G. Giappichelli Editore, Torino, 2020.
- Stulz R., *Managerial discretion and optimal financing policies*, *Journal of Financial Economics*, Volume 26, 1990, pp. 3–27.
- Swanson Z., Srinidhi B., Seetharaman A., *The Capital Structure Paradigm. Evolution of Debt/Equity Choices*, Praeger, Westport – Connecticut, London, 2003, pp. 96-97.
- Tosi H. L., Gomez-Mejia L. R. *The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective*, *Administrative Science Quarterly*, Volume 34, Numero 2, 1989, pp. 169–189.
- Truong T.T., Heaney R., *The determinants of equity agency conflicts between managers and shareholders: Evidence from Australia*, *Journal of Multinational Financial Management*, Volume 23, 2013, pp. 314-326.
- Vicknair, D., Hickman, K. A., Carnes, K. C., *A note on audit committee independence: evidence from the NYSE on 'grey' area directors*, *Accounting Horizons*, Volume 7, 1993, pp. 53–57.
- Watson D. e Head A., *Corporate Finance. Principles & Practice*, Fourth Edition, Pearson Education Limited, Harlow, England, 2007.
- Weisbach, M. S., *Outside directors and CEO turnover*, *Journal of Financial Economics*, Volume 20, 1988, pp. 431–460.
- Wernerfelt B., *A resource-based view of the firm*, *Strategic Management Journal*, Volume 5, 1984, pp. 171-180.
- White L.F., *Executive compensation and dividend policy*, *Journal of Corporate Finance*, Volume 2, Numero 4, 1996, pp. 335-358.
- Williamson O. E., *Corporate control of business behaviour*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1970.
- Williamson O.E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, *The Journal of Finance*, Volume 43, Numero 3, 1988, pp. 567-591.
- Worthy J. C., Neuschel R. P., *Emerging issues in corporate governance*, Evanston, IL: North western University Press, 1984.
- Wright P., Kroll M., Elenkov D., *Acquisition returns, increase in firm size, and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring*, *The Academy of Management Review*, Volume 45, Numero 3, 2002, pp. 599–608.
- Xie W.M., *Empirical research on the impact of performance compensation on enterprise innovation*, *Journal of Financial Trading Economics*, Volume 39, Numero 9, 2018, pp. 141–156.
- Yermack D., *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, *Journal of Financial Economics*, Volume 40, 1996, pp. 185–211.
- Zhou B., Li Y., Sun F., Zhou Z., *Executive compensation incentives, risk level and corporate innovation*, *Emerging Markets Review*, Volume 47, 2021, pp. 1-16.