



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"L'INFLUENZA DEI FINANCIAL EXPERTS SULLA PERFORMANCE
AZIENDALE DURANTE LA CRISI FINANZIARIA"**

RELATORE:

CH.MO PROF. MICHELE FABRIZI

LAUREANDA: LAURA MUCIACCIA

MATRICOLA N. 1088882

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

INDICE

INTRODUZIONE	p.1
1. LA GOVERNANCE E LA PERFORMANCE DELLE IMPRESE: CAUSE E CONSEGUENZE DEL LORO LEGAME	p.4
1.1 Il consiglio di amministrazione e la sua influenza sulla performance	p.4
1.1.1 <i>Il consiglio di amministrazione</i>	p.4
1.1.2 <i>La composizione del consiglio di amministrazione: rilevanza e implicazioni</i>	p.5
1.2 L'evoluzione del legame tra performance e consiglio di amministrazione	p.6
1.2.1 <i>L'influenza del consiglio di amministrazione sulla performance in condizioni ambientali stabili</i>	p.6
1.2.2 <i>Modificazioni nell'analisi del legame tra performance e consiglio di amministrazione in seguito a shock economici</i>	p.9
1.3 L'influenza dei consiglieri con competenze finanziarie	p.12
1.4 L'influenza dei financial experts sulla performance aziendale durante la crisi finanziaria	p.15
2. RACCOLTA E ANALISI DEI DATI	p.18
2.1 La regressione lineare e lo stimatore OLS (ordinary least squares)	p.18
2.2 L'elaborazione dell'analisi e il modello utilizzato	p.21
2.2.1 <i>La selezione del campione e delle variabili</i>	p.21
2.2.2 <i>Le distorsioni derivanti dagli standard error</i>	p.22
2.3 La raccolta dei dati	p.22
2.3.1 <i>La selezione del campione e la scelta delle variabili</i>	p.22
2.3.2 <i>La composizione del consiglio di amministrazione</i>	p.24
2.3.3 <i>L'analisi del totale attività</i>	p.24
2.3.4 <i>L'analisi dell'indice di indebitamento</i>	p.25
2.3.5 <i>L'analisi del market to book ratio</i>	p.26
2.3.6 <i>L'analisi del ROE (return on equity)</i>	p.27
2.3.7 <i>L'analisi delle dummy</i>	p.27

2.4 La rielaborazione dei dati	p.28
2.4.1 <i>La rielaborazione della variabile dipendente</i>	p.28
2.4.2 <i>La rielaborazione della variabile di ricerca</i>	p.29
2.4.3 <i>La rielaborazione delle variabili di controllo</i>	p.30
2.5 Ulteriori analisi	p.31
2.5.1 <i>L'approfondimento del modello</i>	p.31
2.5.2 <i>L'approfondimento legato alla variabile indipendente</i>	p.31
3. IL RISULTATO DELL'ANALISI	p.33
3.1 La descrizione delle variabili	p.33
3.1.1 <i>La variabile dipendente</i>	p.33
3.1.2 <i>La variabile di ricerca</i>	p.34
3.1.3 <i>Le variabili di controllo</i>	p.34
3.1.4 <i>Le variabili di controllo: le dummy</i>	p.37
3.2 Le correlazioni tra le variabili	p.40
3.2.1 <i>La correlazione</i>	p.40
3.2.2 <i>Le correlazioni delle variabili dipendente e di ricerca</i>	p.42
3.3 I risultati della regressione	p.43
3.3.1 <i>Presentazione dei risultati</i>	p.43
3.3.2 <i>Commento del risultato ottenuto</i>	p.44
CONCLUSIONE	p.46
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	p.48

INTRODUZIONE

Nel mio lavoro di tesi ho svolto un'analisi che permettesse di comprendere quale fosse l'influenza esercitata dai financial experts presenti nel consiglio di amministrazione, sulla performance dell'impresa. L'indagine è stata svolta con riferimento ad uno specifico periodo della storia economica, quale la crisi finanziaria del 2008, in quanto si è ritenuto che questo fosse il momento in cui, più di altri, questi professionisti potessero adottare le proprie competenze per supportare le imprese, permettendogli di affrontare al meglio la grave recessione.

Prima di condurre l'analisi, ci siamo soffermati sulla presentazione del consiglio di amministrazione e sugli studi precedentemente condotti circa l'influenza che questo esercita sulla performance dell'impresa, in modo tale da comprendere al meglio l'ambiente in cui l'analisi si colloca (*Capitolo 1*). Gli studi in oggetto sono molto ampi e variegati, quindi affrontano l'argomento da più punti di vista e con riferimento a diversi momenti storici (*Paragrafo 1.2*). In prima istanza abbiamo preso in considerazione quegli studi che analizzavano tale relazione senza fare riferimento ad un particolare momento storico (*Paragrafo 1.2.1*). Abbiamo avuto modo di osservare che, nonostante gli aspetti approfonditi fossero diversi tra loro, in tutti i casi l'analisi verteva principalmente sul *modus operandi* del consiglio di amministrazione e sulla sua composizione, quindi si faceva leva sulle caratteristiche dei soggetti che lo componevano. Per approfondire questa questione abbiamo considerato quegli studi che analizzavano l'evoluzione dell'influenza esercitata dal consiglio di amministrazione sulla performance in specifici contesti economici e, in particolare, ci siamo soffermati su quelli condotti con riferimento alla più recente crisi finanziaria (*Paragrafo 1.2.2*). Questi ultimi ci hanno permesso di osservare che, in seguito allo shock economico, il consiglio di amministrazione ha modificato il proprio operato, perfezionando l'attività assembleare e migliorando la gestione del rischio. Proprio con riferimento a quest'ultimo aspetto, abbiamo avuto modo di introdurre l'approfondimento di nostro interesse: l'influenza dei financial experts sulla performance aziendale. Le indagini condotte in merito sono numerose e ci pongono di fronte ad un contesto molto complesso, spesso contraddittorio (*Paragrafo 1.3*). Questi professionisti, infatti, in diverse situazioni sono in grado di favorire l'impresa ma in altrettante assumono comportamenti pericolosi, spesso dannosi.

È proprio tale ambiguità che ci ha portato a chiederci se i financial experts avessero influito sulla performance delle imprese durante la crisi finanziaria.

L'analisi condotta fa riferimento ad un campione di cinquantaquattro imprese europee (*Capitolo 2*). Consultando gli annual reports, sono stati raccolti i dati finanziari che permettessero di conoscere la struttura finanziaria e la performance delle aziende. Si è, quindi, proceduto con la presentazione del modello e delle sue variabili. In particolare, sono prima stati presentati gli strumenti “tecnici” che sono stati adottati, quali la regressione lineare e lo stimatore OLS (*Paragrafo 2.1*). Successivamente è stato introdotto il modello adottato: lo stesso considera la media delle performance registrata nel 2007-2009 come variabile dipendente ed osserva il modo in cui questa si modifica, in seguito ai cambiamenti della variabile di ricerca, ossia la percentuale di financial experts presenti nel consiglio di amministrazione al 31.12.2006. Il tutto, tenendo anche conto di quelle variabili finanziarie che avrebbero potuto influenzare i profitti conseguiti (*Paragrafo 2.2*). Infine, prima di procedere e di trarre le nostre conclusioni, abbiamo condotto ulteriori analisi che, tenendo conto di specifici fattori, ci hanno permesso di avere una visione più completa della situazione (*Paragrafo 2.5*).

Dopo una breve descrizione delle variabili (*Paragrafo 3.1*) e della correlazione esistente tra queste (*Paragrafo 3.2*), abbiamo presentato il risultato dell'analisi. L'esito della nostra indagine è stato inaspettato e contrario rispetto a quanto previsto: la performance delle imprese durante la crisi finanziaria non è stata influenzata dai financial experts presenti nel consiglio di amministrazione prima che questa incombesse (*Paragrafo 3.3.1*). Come spiegato in coda all'elaborato, quanto osservato potrebbe essere stato dovuto ad un'incapacità di questi professionisti di prevedere l'arrivo della crisi e alla loro necessaria incapacità di gestire la domanda rivolta all'impresa (*Paragrafo 3.3.2*).

L'analisi condotta ruota attorno a due argomenti principali, quali l'effetto dei financial experts sulla performance dell'impresa e la crisi finanziaria, contesto storico nel quale si svolge l'indagine. La scelta di questi due elementi è stata dettata dal mio interesse per il mondo della governance, e per il modo in cui questo si intreccia con quello finanziario.

Quando guardiamo alle imprese ci troviamo di fronte a marionette complesse, quasi incomprensibili ed imprevedibili, gestite da un'ampia serie di burattinai. Ciascuno muove fila diverse, ciascuno è influenzato da interessi propri, ma tutti dovrebbero agire solo ed esclusivamente per permettere all'impresa di prosperare.

Da un lato gli shareholders e dall'altro i managers, da un lato l'interesse nel profitto, dall'altro l'estraneità all'impresa e la voglia di fare carriera. Questo eventuale, ed a volte apparente, contrasto viene risolto attraverso l'intercessione del consiglio di amministrazione che controlla l'operato del management, approvandone le operazioni e suggerendogliene delle altre. È facile intuire che un tale sistema ha un riflesso sulla performance dell'impresa: ma di quale tipo? E quanto intensa è questa influenza?

Il mio interesse, quindi, è quello di togliere la tenda, di capire cosa si cela dietro le marionette, di cogliere le intenzioni dei burattinai, i loro intenti, il loro fine ultimo. L'obiettivo è capire se i burattinai si impegnano per creare uno spettacolo armonioso, o se agiscono male, non curanti di quello che mettono in scena, oppure se creano uno spettacolo che nasconde insidie nonostante l'apparente bellezza, l'apparente equilibrio.

1. LA GOVERNANCE E LA PERFORMANCE DELLE IMPRESE: CAUSE E CONSEGUENZE DEL LORO LEGAME

1.1 Il consiglio di amministrazione e la sua influenza sulla performance

1.1.1 Il consiglio di amministrazione

Il panorama societario prevede una vasta gamma di combinazioni per la gestione delle imprese. In linea di massima possiamo distinguere quelle compagini che prevedono la coincidenza tra i soggetti che apportano il capitale e coloro che gestiscono il potere, da quelle in cui è prevista la separazione dei due incarichi. In quest'ultimo caso il potere gestorio è affidato al management.

Il consiglio di amministrazione è quell'organo che, interponendosi tra i managers e gli shareholders, sorveglia lo svolgimento dell'attività economica. In questo modo si evita che i managers perseguano i propri interessi piuttosto che quelli dell'impresa e, quindi, dei soci che conferiscono il capitale.

L'organo in questione è diretto dal presidente che stabilisce l'agenda e coordina le azioni dei comitati. Il consiglio, infatti, per la maggior parte dei compiti che gli spettano, agisce nella sua interezza, ma ci sono specifici casi in cui si organizza in comitati che si occupano di determinate questioni. Gli stessi possono essere permanenti oppure temporanei, previsti discrezionalmente dalla società o imposti dalla legge (è il caso di quelli che si occupano della revisione, di stabilire le remunerazioni, di eleggere i consiglieri e gestire l'attività).

Il suo incarico consiste principalmente nel confronto con il management circa le operazioni e le strategie da attuare, e nel controllo del suo operato attraverso il monitoraggio della performance. Tali doveri non coincidono con la gestione quotidiana della società che, invece, è attribuita ai managers e a coloro che, pur facendo parte del consiglio di amministrazione, hanno compiti gestori (executive directors) (Monks & Minow, 2011).

Il consiglio espleta i propri compiti discutendo degli argomenti che gli competono, facendo riferimento alle informazioni fornitegli dai managers, e giungendo alle decisioni finali secondo la regola della maggioranza (Cian, 2014).

1.1.2 La composizione del consiglio di amministrazione: rilevanza e implicazioni

Affinché il consiglio di amministrazione svolga la propria funzione in maniera efficace, è necessario che sia composto da soggetti che siano in grado di comprendere la situazione dell'impresa, così da concedere lo svolgimento di operazioni che siano in linea con la strategia e che garantiscano la prosperità dell'azienda nel breve e nel lungo termine. Questo accade perché il ruolo del consiglio di amministrazione, che apparentemente influisce solo sul rapporto tra gli shareholders ed il management, in realtà produce i suoi effetti anche sulla performance dell'impresa. Sarà importante comporre il consiglio di amministrazione in modo tale che lo stesso sia "ben assortito" e che, quindi, possa fare affidamento su diverse competenze che permettano di gestire ogni aspetto che coinvolge l'impresa. La varietà di membri rientranti nell'organo sarà importante non solo per la buona riuscita del compito che gli spetta, ma anche per il suo buon funzionamento. Sarà proprio tale diversità a migliorare la qualità delle discussioni sostenute dal consiglio di amministrazione e, quindi, a permettergli di giungere a delle decisioni che quasi sicuramente riusciranno a favorire l'impresa. Questo sarà possibile grazie al confronto di più punti di vista e di più idee (Erhardt, Werbel e Shrader, 2003).

Allo stesso tempo, però, non dobbiamo dimenticare che la composizione del consiglio di amministrazione è anche influenzata dal tipo di azienda che abbiamo, dal settore in cui essa opera e dal suo passato.

Infine è molto importante che i consiglieri siano indipendenti, perché questo garantirà che gli stessi agiscano esclusivamente nell'interesse della società (Baysinger & Butler, 1985; Pearce & Zahra, 1992; Johnson, Schnatterly e Hill, 2013).

1.2 L'evoluzione del legame tra performance e consiglio di amministrazione

1.2.1 L'influenza del consiglio di amministrazione sulla performance in condizioni ambientali stabili

Nel corso degli anni, diverse sono state le teorie che hanno cercato di spiegare il rapporto esistente tra il consiglio di amministrazione e la performance dell'impresa. Tra queste riportiamo le principali, quali la teoria dell'agenzia, quella dell'amministrazione e la teoria della dipendenza da risorse.

La teoria dell'agenzia fa riferimento ai costi che l'impresa deve sostenere a causa della separazione tra i soggetti che apportano il capitale e quelli che gestiscono l'attività economica. Si suppone, infatti, che questi ultimi siano più propensi al soddisfacimento dei propri interessi piuttosto che di quelli degli shareholders; quindi un mancato controllo, diretto o indiretto, del loro operato provocherebbe delle perdite per gli azionisti. Lo strumento ritenuto utile per eliminare o ridurre tale problema è costituito dall'elezione di consiglieri indipendenti. Un qualsiasi soggetto è ritenuto indipendente quando, fatta eccezione per il compenso ricevuto, non ha una relazione monetaria o personale con la società o con persone correlate ad essa (Venturuzzo, 2016). Questo garantirà l'assenza di interessi che ne possano compromettere il giudizio. Inoltre, in questo modo, tali soggetti saranno liberi di impedire al management di perseguire i propri interessi, al fine di favorire il miglioramento della performance dell'impresa (Eisenhardt, 1989; Costa, Gubitta e Pittino, 2016).

La teoria dell'amministrazione, invece, si basa sulla convinzione che i managers siano uomini di fiducia e, in quanto tali, amministrino al meglio le risorse che hanno a disposizione. Proprio per questo, seguendo tale linea di pensiero, si ritiene che sia necessario introdurre nel consiglio di amministrazione soggetti non indipendenti e fortemente legati all'impresa. Gli stessi, infatti, conoscerebbero meglio l'impresa e questo gli permetterebbe di agire con consapevolezza e, tale legame, determinerebbe la coincidenza dei propri interessi con quelli degli shareholders. Quindi, la combinazione data dal management capace e affidabile, con consiglieri che conoscono l'impresa, garantirebbe il conseguimento di ottimi risultati (Donaldson & Davis, 1991; Nicholson & Kiel, 2007).

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro legame

Formulata da Pfeffer e Salancik nel 1978, la teoria della dipendenza da risorse si focalizza, invece, sulle risorse di cui un consigliere dispone. Le risorse cui si fa riferimento sono le più disparate: si va dalle informazioni che un membro del consiglio di amministrazione potrebbe mettere a disposizione dell'impresa alle consulenze che potrebbe offrire, dalla legittimità nello svolgimento di determinate attività all'accesso preferenziale a specifiche risorse. Attraverso le stesse, infatti, l'impresa riuscirebbe a creare delle combinazioni più efficaci di quelle che si avrebbero in loro assenza, e questo permetterebbe di conseguire ottimi risultati. Naturalmente, affinché ciò accada, sarà necessario che l'organo in questione sia molto variegato e che, quindi, ne facciano parte professionisti che riescano a migliorare e a favorire l'operato dell'impresa. (Nicholson & Kiel, 2007; Nienhüser, 2008; Hillman, Withers e Collins, 2009).

Nonostante la rilevanza e l'ampia diffusione di queste teorie, difficilmente le analisi condotte sono state in grado di confermarne una in maniera definitiva. Infatti vi sono casi specifici in cui vi sono delle prove, più o meno deboli, della sussistenza della teoria dell'agenzia ed altri in cui si verifica una delle altre due teorie di cui sopra; ma in alcun caso, facendo riferimento a queste teorie, possiamo formulare un pensiero univoco e generale sull'influenza che il consiglio di amministrazione esercita sulla performance (Dalton, et al. 1998). Molto probabilmente, però, il problema sta nel non tenere conto dell'intercessione del management e nel focalizzare l'analisi su un'unica caratteristica dell'organo: l'indipendenza (Nicholson & Kiel 2007).

Gli studiosi, quindi, hanno condotto degli approfondimenti finalizzati a comprendere quale fosse il legame tra il consiglio di amministrazione e la performance dell'impresa, allontanandosi da queste teorie ma considerandole, comunque, come una base di partenza. L'analisi condotta nel 2009 da Brown e Caylor, focalizzandosi sul funzionamento e sulla composizione dell'organo in questione, ha permesso di ottenere risultati molto importanti. In particolare essi sono riusciti ad individuare quali fossero gli aspetti che permettessero al consiglio di esercitare un'influenza positiva sulla performance dell'impresa. Come anticipato, uno degli aspetti considerati, è stata la composizione dell'organo: si è osservato che la presenza di almeno il cinquanta per cento di consiglieri esperti ed indipendenti e di un comitato indipendente per l'elezione dei membri, erano tra i fattori che permettevano di ottenere risultati migliori. Altrettanto importante è il controllo dell'operato dei consiglieri, infatti inserendo delle linee guida per il consiglio di amministrazione nei proxy statements e controllando regolarmente l'operato di questi professionisti, in particolare attraverso adunanze annuali del comitato per la corporate governance, si registra un impatto positivo sui risultati aziendali. Un altro elemento dell'influenza positiva è il funzionamento del consiglio di amministrazione, in particolare la

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro legame
partecipazione assidua alle adunanze e la giustificazione delle eventuali assenze risulta essere un altro degli elementi favorevoli alla performance. In realtà, con riferimento ai meeting dell'organo, bisogna prestare attenzione soprattutto alla qualità delle discussioni condotte, infatti è molto rilevante che tutti i partecipanti intervengano nella discussione, quindi che non ci siano problemi di comunicazione, e che si riescano a formulare decisioni per permettere all'impresa di proseguire al meglio. Una tale abilità, però, non è presentata da tutti i consigli di amministrazione, ma solo da quelli più piccoli (Yermack, 1996). Nella maggior parte dei casi, infatti, si osserva un influsso negativo sulla performance esercitato da consigli di amministrazione dalle dimensioni rilevanti (Guest, 2009).

Accanto a questi fattori ne sono stati individuati degli altri che, all'opposto, influenzano negativamente la performance dell'impresa. Un primo aspetto negativo è costituito dal conferimento di azioni da parte dei membri del consiglio di amministrazione dopo un solo anno dall'inizio del loro incarico. Un aspetto molto importante è costituito dalla remunerazione: si è osservato, infatti, che l'erogazione di compensi più elevati per la consulenza piuttosto che per la contabilità, a favore del collegio dei revisori, peggiora la loro influenza sulla performance. Questo aspetto è stato approfondito perché considerato anche un elemento per compensare le conseguenze dovute alla divergenza di interessi tra gli shareholders e i managers (Mehran, 1995). I risultati, purtroppo, non sono stati soddisfacenti: il sistema di remunerazione, oltre a subire gli effetti del clientelismo, non influenza positivamente la performance dell'impresa, infatti all'aumentare della remunerazione del CEO, i risultati conseguiti peggiorano (Brick, Palmon e Wald, 2006).

A queste osservazioni se ne sono affiancate delle altre, come l'analisi condotta nel 2012 da Horváth e Spirollari che fa riferimento ad altri fattori.

In primo luogo, l'intervento degli shareholders ha dimostrato di essere un buono strumento per migliorare la performance. La loro presenza, infatti, ha permesso di aumentare il valore delle azioni dell'impresa. Quanto osservato accade perché in questo modo si riduce l'asimmetria informativa tra chi apporta il capitale e chi lo gestisce. Analogamente, al diminuire di consiglieri non esecutivi, si assiste ad un maggior allineamento degli interessi degli shareholders e dei managers (Fernandes, 2008).

L'età dei consiglieri, invece, è collegata positivamente alla performance, quindi ad un consiglio di amministrazione più giovane corrisponde una prestazione migliore. Si ritiene che questo accada per la capacità dei più piccoli di assumere maggiori rischi, e di essere pronti ed adatti a radicali cambiamenti strategici.

Tuttavia il risultato più importante riguarda l'indipendenza dei consiglieri. In particolare, si è osservato che al suo diminuire, la performance dell'impresa migliora. Si ritiene che tale risultato sia dovuto al maggior conservatorismo e al minor monitoraggio che caratterizzano i membri indipendenti (Fernandes, 2008). Nonostante il coinvolgimento negli affari dell'impresa potrebbe offuscare la capacità decisionale dei consiglieri interni, i fattori che gli permettono di influenzare positivamente l'impresa restano più numerosi e rilevanti. L'apporto di capitale proprio, sia umano che finanziario, e la maggiore conoscenza dell'impresa, gli permettono di assumere decisioni più adeguate, più interessate e più coerenti con la strategia dell'impresa (Bhagat & Black, 2002).

Molto più specifici sono gli approfondimenti che si concentrano sull'influenza esercitata dalle donne rientranti in questo organo. In linea generale si è avuto modo di osservare che le donne riescono ad esercitare un'influenza positiva sulla performance, soprattutto se rivestono l'incarico di CEO e se sono state elette da membri dello staff (tra l'altro questo ha anche posto un quesito relativo alla sussistenza di eventuali legami familiari) (Smith, Smith e Verner, 2006). La presenza di donne nel consiglio di amministrazione è ben vista anche dai mercati, perché si dà molta rilevanza al comportamento eticamente corretto che viene adottato dalle donne più che dagli uomini e si ritiene che questo possa aiutare le imprese a prosperare (Terjesen, Couto e Francisco, 2016). Questo generale influsso positivo, affiancato alla scarsa diffusione delle CEO donna, potrebbe spingerci ad incentivare la presenza delle donne nel consiglio di amministrazione, così come è stato fatto dalla Norvegia.

Ciascuno degli studi condotti ci dà modo di capire quanto rilevante sia il consiglio di amministrazione per la performance dell'impresa, e ci spinge ad analizzarlo nei dettagli, considerandone il funzionamento, la struttura ed i soggetti che vi intervengono.

1.2.2 Modificazioni nell'analisi del legame tra performance e consiglio di amministrazione in seguito a shock economici

Data la rilevante ed innegabile influenza esercitata dal consiglio di amministrazione sulla performance dell'impresa, gli studiosi hanno cercato di approfondire questo aspetto guardando alle sue evoluzioni, soprattutto con riferimento agli shock economici. In seguito a tali eventi, infatti, le imprese assistono inevitabilmente a crolli delle vendite, a riduzioni del personale, a tagli dei costi per la ricerca e, soprattutto, potrebbero assistere all'insorgere dell'incapacità di onorare i propri debiti (Davis).

È difficile credere che, di fronte a tali stravolgimenti dell'equilibrio economico – finanziario, l'influenza esercitata dal consiglio di amministrazione sulla performance resti immutata ed è stato proprio questo che ha spinto gli studiosi ad approfondire le analisi in tal senso, in modo tale da comprendere come si fosse evoluto questo legame. Dei vari approfondimenti svolti, ci soffermeremo su quello più recente, ossia quello finalizzato a comprendere come sia cambiata l'influenza esercitata dal consiglio di amministrazione sulla performance in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2009. Questo legame è andato evolvendosi durante gli anni, e gli studi condotti ci permettono di osservare come, partendo da un approccio quasi incosciente alla gestione dell'impresa, si sia giunti ad un operato più consapevole e benefico per l'attività economica svolta.

Gli studi considerati danno modo di notare che, prima che la crisi incombesse, l'operato del consiglio di amministrazione non era eccellente. Si suppone, infatti, che i soggetti chiamati ad assumere l'incarico di consigliere siano in grado di consentire lo svolgimento di operazioni efficaci e giudiziose, ma spesso si prestava maggiore attenzione alla loro indipendenza, piuttosto che alle loro competenze. Questo aveva creato consigli di amministrazione incapaci di gestire il rischio. Quest'ultimo, purtroppo, era amministrato male anche da quei consiglieri che possedevano competenze finanziarie. Questi ultimi, infatti, proponevano strumenti finanziari rischiosi ma remunerativi alle imprese, credendo che fosse possibile gestirli. Essi, però, non avevano tenuto conto dell'ambiente economico in cui le imprese stavano operando, quindi i rischi associati a questi elementi, ben presto, si sono affiancati al rischio generale che si stava diffondendo nell'economia, creando una situazione difficile da dominare. (Minton, Taillard e Williamson, 2011; OECD, 2009).

Era importante capire, quindi, se in seguito alla diffusione della crisi finanziaria, i consigli di amministrazione avessero cambiato il loro atteggiamento, migliorando la gestione del rischio e se fossero stati incaricati più soggetti competenti piuttosto che esclusivamente indipendenti. Per poter procedere si è cercato di capire come variasse la performance al modificarsi di specifiche caratteristiche del consiglio di amministrazione, quali l'indipendenza, le competenze finanziarie dei suoi membri, la frequenza con cui l'organo si riunisce e l'età dei consiglieri. Alcuni di questi attributi erano già stati considerati, con riferimento ad un periodo precedente alla crisi, quindi vedremo se e come tali variabili hanno modificato il loro effetto sulla performance.

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro legame

Gli approfondimenti condotti hanno permesso di osservare che i consiglieri indipendenti ancora non erano stati in grado di favorire l'impresa. Gli stessi, infatti, avevano favorito il maggior accumulo di capitale proprio prima della crisi e questo, in seguito all'insorgere di quest'ultima, si è trasferito dagli shareholders a coloro che possedevano i titoli di debito che l'impresa aveva emesso (Erkens, Hung e Matos, 2012). Però si è potuto constatare che i membri esterni all'impresa permettevano di migliorare la performance, grazie alla minore influenza esercitata dall'amministratore delegato sul loro operato.

Diversamente dall'età, che ha ancora dimostrato di esercitare un effetto positivo sui risultati, si è osservato che l'attività dell'organo ora aveva un'influenza positiva sullo stesso. In particolare, si è giunti alla conclusione che, data la crisi, i consiglieri avevano incrementato e corretto il loro intervento durante i meetings. La migliore qualità delle riunioni aveva reso più efficiente il monitoraggio dell'attività del management e, quindi, aveva avuto un effetto positivo sulla performance.

Infine, è stato condotto un approfondimento più specifico con riferimento alle competenze finanziarie dei consiglieri. Anche in questo caso si è prestato attenzione a considerare la loro posizione rispetto all'impresa, per cui sono stati distinti i membri esterni da quelli interni. Diversamente da questi ultimi, troppo coinvolti e sotto pressione, gli esperti finanziari esterni all'impresa hanno dimostrato di dare un apporto positivo alla performance. Si suppone che quanto osservato sia dovuto alla loro capacità di capire le informazioni finanziarie descrittive dell'impresa, che permettono di comprenderne la situazione. In tal modo, infatti, essi sono in grado di valutare meglio l'operato dei managers e di proporre soluzioni più vantaggiose e profittevoli. Inoltre, il loro operare in ambito finanziario, permetterebbe all'impresa di ottenere più facilmente un accesso al credito. Queste loro capacità si sono dimostrate ancor più significative durante la crisi (Francis, Hasan e Wu 2012).

1.3 L'influenza dei consiglieri con competenze finanziarie

I risultati ottenuti dalle analisi ci fanno pensare che sia opportuno introdurre nel consiglio di amministrazione una numerosità più o meno ampia di financial experts, al fine di migliorare le prestazioni dell'impresa e di darle la possibilità di affrontare nel miglior modo possibile le eventuali crisi. Questo è quello che avevano pensato anche i legislatori che, nella Serbanes – Oxley e nei regolamenti previsti per l'ingresso in Borsa, avevano introdotto delle leggi che obbligavano le imprese ad introdurre nel proprio consiglio di amministrazione e, più specificatamente, nell'audit committee, una numerosità più o meno ampia di soggetti che possedessero competenze finanziarie (Carcello et al., 2006).

Ricordiamo che il ruolo principale svolto dal consiglio di amministrazione consiste nel monitoraggio dell'attività del management e che questo è svolto principalmente dall'audit committee. È proprio per la sua rilevanza che le diverse legislazioni emanate in seguito alla crisi finanziaria hanno premuto per un maggior apporto di competenze finanziarie al suo interno. In particolare la Serbanes – Oxley ha previsto l'obbligo di informare i terzi circa la presenza di esperti finanziari in questo comitato, e questa previsione è stata ben accolta dai mercati che, ritenendo questi soggetti in grado di migliorare i risultati conseguiti dall'impresa, hanno reagito positivamente rivedendo verso l'alto le quotazioni delle relative imprese (Defond, Hann e Hu, 2005).

La ragione principale per cui l'ingresso degli esperti finanziari nel collegio dei revisori, consiste nella loro capacità di migliorare la qualità delle informazioni fornite attraverso il bilancio. Questi effetti si ampliano in presenza di una buona gestione di questo collegio (Dhaliwal, Naiker e Navissi, 2006).

Più specificatamente, uno degli effetti sortiti dalla presenza dei financial experts consiste nella riduzione dell'earnings management.

L'earnings management si concretizza nell'applicazione di tecniche contabili che, manipolando le poste di bilancio, permettono di ottenere risultati più elevati (almeno contabilmente) e di presentare al meglio l'impresa (Beneish, 2001).

Naturalmente si tratta di tecniche che non favoriscono gli investitori, che hanno come principale strumento per conoscere l'impresa, proprio il bilancio. Purtroppo, però, si è osservato che l'audit committee non influenza l'earnings management nelle imprese che possono fare affidamento su una forte corporate governance che ne fa le veci, almeno con riferimento a

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro legame
questo argomento. In tal caso, quindi, la presenza di financial experts non sembra essere così rilevante o, comunque, può essere facilmente rimpiazzata. Più rilevante è, invece, la presenza di financial experts indipendenti nell'audit committee. Gli stessi, infatti, sono più efficaci nel mitigare l'earning management (Carcello, et al., 2006; Badolato, Donelson e Ege, 2014).

L'apporto positivo conferito dai financial experts alla performance dell'impresa è indiscutibile ma gli studiosi hanno deciso di approfondire la questione, curiosi di comprendere in che modo essi siano in grado di favorire l'impresa. Gli studi svolti hanno portato a risultati inattesi.

In primo luogo bisogna distinguere tra financial experts indipendenti e non indipendenti. Nel secondo caso, infatti, l'influenza esercitata dall'amministratore delegato e il coinvolgimento nell'attività dell'impresa, sono così rilevanti da neutralizzare l'effetto positivo che dovrebbe essere esercitato da questi consiglieri.

Una seconda macro distinzione è quella che sussiste tra i financial experts che sono ritenuti tali per il percorso formativo seguito e quelli che, invece, lo sono per il percorso lavorativo. Quindi distinguiamo, ad esempio, tra un laureato in Economia e Finanza ed un direttore di banca. Già questo ci ha dato modo di osservare che solo chi ha seguito un percorso formativo in discipline economiche è sempre in grado di favorire l'attività dell'impresa, senza alcun tipo di danni nel lungo termine (Dionne & Triki 2005). Diversa, invece, è l'influenza esercitata dai direttori di banca o da quei soggetti coinvolti nella gestione di un istituto che opera nel settore finanziario. In questo caso, infatti, intervengono i loro interessi personali che spesso si rivelano contrari a quelli degli shareholders. Si osserva, infatti, un incremento dei prestiti contratti da queste imprese; il tutto, ovviamente, a favore dei creditori piuttosto che dell'azienda. Infatti i consiglieri che lavorano nelle banche approfittano delle aziende più sicure per concedergli prestiti che gli permetteranno di ottenere la restituzione del denaro, e l'incasso dei relativi interessi, senza particolari rischi. Un tale aumento, d'altronde, non è registrato nelle imprese già indebitate, in quanto non sarebbe certa la restituzione del credito concesso.

Un'altra caratteristica comune a queste imprese è data dalla presenza di pochi e sicuri progetti di investimento la cui sensibilità ai flussi di cassa, tra l'altro, diminuisce, proprio grazie ai debiti contratti. Questi investimenti, quindi, diventano sempre più sicuri, fino ad essere quasi privi di rischio e questo non fa che assicurare le banche, garantendone ed incrementandone gli incassi. L'unico vantaggio di cui gode l'impresa, invece, è quello di avere una maggiore disponibilità di liquidità che gli permette di operare con meno limitazioni (Güner, Malmendier e Tate 2007).

Quanto osservato è dovuto al fatto che i compiti del consiglio di amministrazione non si limitano al semplice monitoraggio dell'attività del management, vanno oltre questo e, ad esempio, consistono anche nel proporre delle operazioni da realizzare. È proprio in queste ultime occasioni che entrano in gioco gli interessi personali dei consiglieri, che li portano a perseguire interessi diversi rispetto a quelli degli shareholders.

Accanto a queste osservazioni, relative ai finanziamenti contratti dalle imprese, ne sono state fatte delle altre relative alle operazioni svolte. Si è notato che, in presenza di financial experts, le imprese aumentano le emissioni obbligazionarie (Güner, Malmendier e Tate, 2007).

Un'altra notazione, questa molto poco rassicurante e quasi contraddittoria rispetto a quanto visto fino ad ora, riguarda le capacità di previsione degli esperti finanziari. Si è osservato, infatti, che questi soggetti non sono eccellenti nel prevedere l'earning per share associato alla performance delle imprese in cui operano, ed anche considerando un punto di vista più ampio la situazione non migliora, infatti anche le loro ipotesi sull'andamento del mercato azionario non si rivelano accurate. Benché la situazione migliori leggermente con l'accumulo dell'esperienza (Andersson, 2004), si è osservato che comunque i financial experts non sono in grado di migliorare significativamente le scelte di investimento delle imprese (Bodnaruk & Simonov, 2015). Probabilmente è per questi motivi che le acquisizioni effettuate nel periodo in cui questi consiglieri erano attivi nel consiglio di amministrazione, non si sono rivelate eccellenti. Anzi, si è notato che, poco dopo che l'operazione era stata conclusa, la performance dell'impresa acquisita peggiorava. Si tratta di un risultato alquanto anomalo perché si ritiene che uno dei principali vantaggi legato alla presenza di financial experts sia la loro capacità di comprendere la situazione di un'impresa e prevedere come la sua performance si svilupperà nel tempo ma, evidentemente, questo non è quello che è successo nel caso delle acquisizioni.

Un'altra conseguenza legata alla presenza di financial experts nel consiglio di amministrazione è costituita dalla maggiore propensione all'assunzione di rischi. Ricordiamo che questo è stato uno dei fattori che ha favorito l'insorgere della crisi finanziaria. Un approfondimento su questo aspetto è stato svolto proprio tenendo in considerazione gli istituti bancari durante la crisi finanziaria (Minton, Taillard, Williamson 2011). Si è osservato che le banche con una maggiore numerosità di financial experts nel consiglio di amministrazione avevano assunto maggiori rischi e questo le aveva portate a conseguire risultati peggiori durante la crisi finanziaria. Quanto osservato è facilmente spiegabile: l'esperienza e le competenze dei financial experts gli permettono di avere una conoscenza più ampia degli strumenti finanziari, anche più complessi, disponibili sul mercato. Naturalmente i financial experts li propongono alle imprese in cui

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro legame operano quando queste sono in grado di sostenerli e lo fanno perché sono altamente profittevoli; all'epoca della crisi finanziaria, il loro errore è stato quello di non capire che quei rischi si stavano sommando ad altri e che, presto, questo avrebbe fatto crollare il sistema.

Questa propensione al rischio risulta essere più contenuta, però, nelle donne. Si è osservato, infatti, che nonostante gli uomini e le donne possedessero le stesse competenze finanziarie, queste ultime erano meno propense al rischio, meno sicure di sé e meno orientate alla competizione. Quindi le donne con competenze finanziarie dimostrano di essere meno avventate e più giudiciose dei loro colleghi uomini. Si potrebbe anche pensare che questa loro cautela possa costituire una ragione per il conseguimento di risultati scarsi ma così non è, infatti le caratteristiche mostrate dalle donne sono tra loro complementari e permettono loro di agire al meglio (Beckmann & Menkhoff, 2008).

Queste osservazioni ci permettono di capire quanto ambiguo sia l'effetto dei financial experts sulla gestione dell'attività economica e ci ricorda che ciascuna situazione deve essere considerata nel suo complesso. Questo implica che dobbiamo utilizzare tutti gli strumenti a nostra disposizione nel migliore dei modi, al fine di sfruttarne a pieno i vantaggi e gestirne gli svantaggi.

1.4 L'influenza dei financial experts sulla performance aziendale durante la crisi finanziaria

Quanto visto fino ad ora può essere considerato una panoramica del contesto in cui si collocherà l'analisi che verrà condotta nel presente elaborato e che sarà introdotta di seguito.

Davanti a noi si stagliano due scenari, diversi ma concorrenti. Da una parte vi sono i danni causati alle imprese dalla crisi finanziaria, dall'altra vi è il ruolo esercitato dal consiglio di amministrazione nella gestione dell'impresa, ed i suoi effetti sui risultati conseguiti. Due contesti che si intrecciano e che ci portano a porci delle domande le cui risposte ci permetteranno di capire meglio cos'è accaduto nelle imprese tra il 2006 e il 2009.

La crisi finanziaria iniziata nel 2007 ha provocato una colata a picco della produzione mondiale, tutte le imprese, di tutti i paesi, hanno visto un peggioramento della loro performance. Gli economisti hanno cercato di capire cosa avesse provocato questa recessione e, tra le cause secondarie, ne hanno individuata una legata alla composizione del consiglio di

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro legame amministrativo. Si è cercato di capire quanto questa avesse influito sulla performance sia prima che durante la crisi. Diversi sono stati gli studi condotti su questo argomento. Alcune delle analisi considerate si sono particolarmente concentrate sull'influenza esercitata dai financial experts, proprio mentre la crisi era in atto. Questi studi ci hanno permesso di capire che questi professionisti hanno influito positivamente sulla performance dell'impresa, quindi si è potuto osservare che le loro competenze finanziarie gli hanno dato la capacità di valutare le scelte finanziarie e prevederne meglio le implicazioni.

Questo, però, è quello che si è verificato durante la crisi. Ma in che modo le imprese hanno affrontato il passaggio dal periodo precedente alla crisi a quello contemporaneo alla stessa? La composizione del consiglio di amministrazione, oltre che influire sulla performance prima e durante la crisi, ha influito anche sul modo in cui le imprese hanno affrontato l'ingresso nella fase di recessione? La presenza di financial experts, oltre che supportare l'impresa durante la crisi, ha anche permesso di affrontare al meglio, o comunque meglio di quanto non sarebbe accaduto in loro assenza, l'arrivo della crisi? Questi consiglieri sono stati in grado di captare l'avvento della crisi e, quindi, hanno portato a decisioni che ne tenessero conto?

L'obiettivo dell'analisi che verrà condotta nel presente elaborato è proprio questo: capire se, e in quale misura, la presenza di financial experts ha influito sulla performance dell'impresa tra il 2007 e il 2009. Verranno svolte delle indagini, quindi, che osserveranno quanto accaduto alle aziende nel periodo in questione. Capiremo, quindi, quali risultati le stesse hanno conseguito in questo lasso di tempo.

Un giudizio più fondato sarà elaborato tenendo conto anche delle caratteristiche dell'impresa, e questo è il secondo aspetto in cui l'analisi qui condotta differisce da quelle precedentemente riportate. Dovendo valutare l'influenza esercitata dalla composizione del consiglio di amministrazione, le variabili considerate facevano riferimento solo a quest'ultima, non venivano riportati altri dati finanziari, se non l'unico che veniva considerato come benchmark per valutare e comprendere la performance dell'impresa. Nel nostro elaborato si procederà diversamente, individueremo le variabili finanziarie che descrivono l'impresa che, affiancate alla numerosità dei financial experts, ci permetteranno di tenere conto di tutti quegli elementi che, generalmente, fanno leva sulle performance dell'impresa.

Quindi verranno considerati solo gli aspetti finanziari, qualitativi e quantitativi, e capiremo come sono stati gestiti. L'inserimento dell'analisi nel contesto della crisi, quindi un particolare momento finanziario, ci permetterà di valutare in maniera ancor più approfondita e completa in

Capitolo 1: La governance e la performance delle imprese: cause e conseguenze del loro
legame
che modo i financial experts hanno dato il loro apporto alla performance aziendale, grazie alle
competenze possedute.

Il risultato previsto per l'analisi che verrà condotta consiste in una conferma della rilevanza assunta dagli esperti finanziari. Abbiamo avuto modo di capire che le loro competenze hanno aiutato le imprese durante la crisi, quindi supponiamo che lo stesso sia accaduto anche nel periodo di passaggio alla crisi. Una tale ipotesi è legata all'idea che questi soggetti siano stati in grado di captare, prima di altri e prima dell'effettiva manifestazione, l'arrivo della crisi finanziaria e, quindi, che abbiano spinto i managers ad assumere decisioni che ne tenessero conto. Alternativamente potremmo concludere che questi consiglieri non hanno influito in alcun modo sulla performance del periodo considerato. Un tale risultato ci porterebbe a chiederci come sia stato possibile che la loro esperienza non li abbia resi capaci di adottare delle soluzioni adatte all'impresa e al contesto.

2.RACCOLTA E ANALISI DEI DATI

Nel presente elaborato viene condotta un'analisi finalizzata a cogliere l'eventuale legame esistente tra la presenza di financial experts nel consiglio di amministrazione e la performance dell'impresa, il tutto facendo riferimento al periodo della crisi finanziaria. L'analisi verrà condotta applicando ai dati lo stimatore OLS, tramite l'utilizzo del software Stata.

2.1 La regressione lineare e lo stimatore OLS (ordinary least squares)

La regressione lineare è uno strumento utilizzato dalla statistica inferenziale, il cui obiettivo è quello di spiegare un fenomeno partendo dall'osservazione, e dalla successiva analisi, dei dati raccolti su un campione relativamente esiguo. Più precisamente, la spiegazione farà riferimento ad una o più variabili esplicative, che gli analisti ritengono essere la causa del fenomeno osservato o, quantomeno, dei fattori che possano permettere di capire quanto si sta osservando.

La regressione lineare può essere semplice o multipla:

- La regressione lineare semplice spiega un fenomeno facendo riferimento ad una sola variabile esplicativa;
- La regressione lineare multipla spiega un fenomeno facendo riferimento a più variabili esplicative, tra le quali rientrano le variabili di controllo.

Quindi, dato un fenomeno, ed identificate le eventuali cause dello stesso, gli analisti individuano un campione e raccolgono i dati riferiti a ciascuna delle variabili individuate. Successivamente, tali dati vengono organizzati ed analizzati. Conclusasi l'analisi, si giungerà all'elaborazione dell'equazione di una retta che approssimerà le osservazioni effettuate, evidenziando l'influenza delle variabili esplicative su quella dipendente. L'equazione in oggetto si presenterà come segue:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_i x_i + \varepsilon$$

In particolare:

- La y è la variabile dipendente, quindi quella che si ritiene essere influenzata dalle variabili esplicative individuate;
- β_0 è l'intercetta, ossia il coefficiente che indica la distanza della retta dall'origine lungo l'asse delle ordinate;

- β_1 è il coefficiente angolare della variabile indipendente che, nello specifico caso della statistica inferenziale, è la variabile di ricerca. Lo stesso indica come cambia il valore assunto dalla variabile dipendente in seguito a variazioni marginali della variabile di ricerca;
- x_1 è la variabile di ricerca, quindi quella legata direttamente alla variabile dipendente;
- β_i è il coefficiente angolare dell' i -esima variabile di controllo;
- x_i è l' i -esima variabile di controllo. Si tratta di variabili di cui si deve tener conto perché le stesse, pur non avendo un effetto diretto sulla variabile dipendente, o comunque, pur non essendo il fattore esplicativo su cui si conduce l'analisi, influenzano i dati raccolti. Per quanto detto, queste devono essere considerate nell'analisi, così da evitare che il loro effetto ci porti ad ottenere un risultato erraneo e, quindi, a dare una spiegazione sbagliata del fenomeno osservato;
- ε è il termine di errore. Nel momento in cui si conducono delle osservazioni su campioni è inevitabile che vengano commessi degli errori che devono essere considerati nell'analisi, al fine di ottenere un risultato depurato da qualsiasi inesattezza.

Tuttavia, prima di poter elaborare l'equazione e di considerarla la spiegazione del fenomeno in oggetto, bisogna condurre delle ulteriori verifiche che permettano di testare la correttezza dei coefficienti ottenuti. La stessa risulta essere di fondamentale importanza soprattutto per i coefficienti delle variabili esplicative individuate. Date le modalità previste per lo svolgimento dell'analisi, è evidente che i valori attribuiti ai coefficienti siano delle stime di quelli effettivi, per cui l'obiettivo è quello di capire quanto vicina o lontana è la stima ottenuta da tale valore. Per capire ciò si fa ricorso al calcolo del p-value, una grandezza statistica che misura la probabilità di ottenere un valore prossimo a quello effettivo. In particolare, il valore assoluto del p-value, calcolato con riferimento al coefficiente di nostro interesse, dovrà essere minore o uguale di 0,1 o di 0,05 affinché il coefficiente ottenuto risulti attendibile.

Il riferimento a 0,1 piuttosto che 0,05 è dovuto alla precisione che si desidera ottenere, infatti qualora il p-value ottenuto fosse minore o uguale a 0,05 il risultato sarebbe più significativo rispetto ad uno cui corrisponde un p-value minore o uguale a 0,1.

L'immagine che segue illustra il funzionamento della regressione lineare che, nel caso specifico, è semplice. La nuvola di punti riporta le osservazioni effettuate sul campione: sull'asse delle ascisse sono riportate le misurazioni effettuate sulla variabile dipendente, mentre sull'asse delle ordinate quelle riferite alla variabile indipendente.

La retta approssima la nuvola di punti spiegando l'influenza della variabile esplicativa su quella dipendente (Borra & Di Ciaccio, 2015).

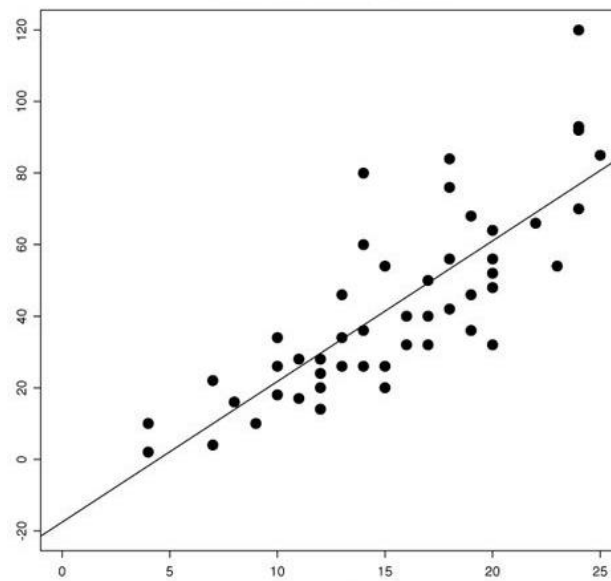


Figura 2.1 Regressione lineare semplice

L'analisi condotta nel presente elaborato fa riferimento ad una regressione lineare multipla.

La scelta dello stimatore OLS come strumento per stimare l'entità dell'eventuale relazione esistente tra la presenza di financial experts nel consiglio di amministrazione e la performance dell'impresa, sta nella sua capacità di minimizzare la somma dei quadrati delle differenze tra i valori osservati e quelli previsti (Stock & Watson, 2005).

2.2 L'elaborazione dell'analisi e il modello utilizzato

In seguito all'individuazione del problema, si è proceduto con l'elaborazione del modello e con la scelta delle relative variabili che ci hanno permesso di condurre l'analisi.

2.2.1 La selezione del campione e delle variabili

Il modello adottato è il seguente:

$$ROE_{'07-'09} = \beta_0 + \beta_1 * PERFINEX + \beta_2 * ROE_{'06} + \beta_3 * LNTOTATT + \beta_4 * ININD + \beta_5 * MBR + \beta_6 * DIMBOD + \beta_7 * ASS + \beta_8 * DIMIMP + \varepsilon$$

Dove:

- $ROE_{'07-'09}$ è la variabile dipendente che esprime la performance relativa al triennio 2007-2009, rappresentata dal relativo return on equity;
- $PERFINEX$ è la variabile di ricerca, data dalla percentuale di financial experts presenti nel consiglio di amministrazione al 31.12.2006;
- Variabili di controllo, calcolate facendo riferimento al 31.12.2006:
 - $ROE_{'06}$ che esprime la performance, rappresentata dal relativo return on equity;
 - $LNTOTATT$ che esprime il logaritmo naturale del totale delle attività;
 - $ININD$ che esprime l'indice di indebitamento;
 - MBR che esprime il market to book ratio;
 - $DIMBOD$ che esprime il valore assunto dalla dummy riferita alle dimensioni del consiglio di amministrazione;
 - ASS che esprime il valore assunto dalla dummy riferita all'operatività nel settore assicurativo;
 - $DIMIMP$ che esprime il valore assunto dalla dummy riferita alle dimensioni dell'impresa;

I dati succitati sono stati raccolti facendo riferimento ad un campione composto da cinquantaquattro aziende. La scelta di questa numerosità è stata dettata dall'intento di condurre un'analisi che considerasse un insieme di imprese sufficientemente ampio.

2.2.2 Le distorsioni derivanti dagli standard error

Quando si conducono le analisi econometriche è importante tenere conto della distribuzione degli errori. La stessa viene descritta dagli standard error che, infatti, misurano la dispersione della distribuzione degli errori (Stock & Watson, 2005).

La distribuzione degli errori può essere alternativamente:

- Omoschedastica: non si nota alcun andamento specifico degli errori che, infatti, sono distribuiti uniformemente e casualmente nell'intero quadrante;
- Eteroschedastica: si può notare un andamento specifico degli errori.

Nel momento in cui si analizzano i dati è importante capire come si distribuiscono gli errori relativi al campione, infatti in caso di eteroschedasticità bisognerà apportare delle modifiche alla propria analisi. Una tale accortezza è necessaria perché gli standard error generalmente calcolati fanno riferimento a dati omoschedastici, per cui in caso di eteroschedasticità si ottengono dei risultati errati e forvianti. La soluzione cui si fa ricorso consiste nell'adozione di standard error robusti che, quindi, tengono conto della distribuzione anomala degli errori e permettono allo studio effettuato di non essere influenzato dalla stessa.

Nell'analisi di nostro interesse si è deciso di adottare degli standard error robusti, al fine di limare un problema che, anche se non esplicitamente emerso, avrebbe potuto comunque alterare i risultati.

2.3 La raccolta dei dati

2.3.1 La selezione del campione e la scelta delle variabili

L'analisi dei dati di nostro interesse ha avuto origine nella scelta del campione.

La selezione delle aziende che inizialmente hanno composto il campione è stata effettuata scegliendone casualmente cinquantaquattro tra quelle presenti nell'Index Stoxx Europe 600, un sottoinsieme del più ampio Index Stoxx Global 1800. Si tratta di un indice azionario composto dalle principali capitalizzazioni di mercato europee, del quale fa parte un numero fisso di seicento aziende, di qualsiasi dimensione, operanti in diciassette paesi europei, in settori diversi tra loro. La scelta di questo indice è stata dettata dalle sue caratteristiche, appena elencate, che

permettono di avere un quadro generale e completo della situazione economica in Europa (STOXX LTD, 2017). Tuttavia, nella selezione delle aziende, si è preferito evitare di considerare anche gli istituti bancari, in quanto si è ritenuto che le performance degli stessi fossero quasi sicuramente influenzate dalla presenza di financial experts nel consiglio di amministrazione. Si è anche cercato, per quanto possibile, di considerare aziende che operassero in settori e paesi diversi così da evitare che l'analisi condotta fosse influenzata dall'appartenenza ad uno di questi.

Successivamente, per poter raccogliere i dati, si è fatto riferimento agli annual reports relativi al quadriennio 2006 – 2009. La scelta di tale periodo è stata ritenuta opportuna per quanto segue:

- con riferimento al 2006 sono stati osservati i dati riferiti alle variabili esplicative, ossia quelle che si ritiene abbiano influenzato le performance delle aziende durante il periodo della crisi finanziaria;
- con riferimento al triennio 2007 – 2009 è stata analizzata la variabile dipendente.

In questo modo potremo essere in grado di comprendere con quali presupposti l'impresa ha affrontato la crisi finanziaria, e quanto questi ne abbiano influenzato la performance nel periodo di riferimento.

Successivamente si è proceduto con la raccolta dei dati riferiti alla variabile dipendente, alla variabile di ricerca (la percentuale di financial experts nel consiglio di amministrazione), e a quelle di controllo. Le variabili di controllo considerate sono le seguenti:

- Return on equity;
- Totale attività;
- Indice di indebitamento;
- Market to book ratio;
- Dummy riferita alle dimensioni del consiglio di amministrazione;
- Dummy riferita all'operatività nel settore assicurativo;
- Dummy riferita alle dimensioni dell'impresa.

La scelta è ricaduta su tali grandezze perché si è ritenuto che le stesse potessero influenzare la performance, per cui si è preferito controllarle, così da evitare che il loro effetto potesse distorcere i risultati ottenuti. Le stesse, inoltre, ci permettono di conoscere l'azienda e di contestualizzare la performance rilevata.

2.3.2 La composizione del consiglio di amministrazione

Il primo dei dati raccolti è stato quello riferito alla composizione del consiglio di amministrazione.

Si è proceduto prima con l'individuazione della numerosità dei consiglieri, e poi con l'identificazione di quelli che sono stati definiti financial experts, secondo i criteri considerati nell'analisi svolta nel presente elaborato. Più precisamente, sono stati individuati i seguenti requisiti (PUBLIC LAW 107-204, 2002; Trautman, 2013):

- Assunzione dell'incarico di direttore finanziario presso un'azienda diversa rispetto a quella considerata nel campione;
- Assunzione dell'incarico di revisore contabile presso un'azienda diversa rispetto a quella considerata nel campione;
- Assunzione dell'incarico di Professore universitario di una disciplina economica;
- Assunzione di un qualsiasi incarico presso un ente finanziario (generalmente sono stati considerati gli incarichi assunti presso gli istituti bancari);
- Assunzione di qualsiasi incarico presso il Ministero dell'economia.

2.3.3 L'analisi del totale attività

Si è proceduto, quindi, alla raccolta dei dati riferiti al totale delle attività.

Tale dato è presentato nello stato patrimoniale, nella sezione contrapposta a quella delle passività, perché qui è rappresentato il modo in cui l'impresa investe le proprie fonti finanziarie. Infatti, nelle passività, sono presentate tutte quelle grandezze, economiche e non, che l'impresa utilizza per finanziarie le proprie attività (Cerbioni, Cinquini e Sostero, 2011).

Il totale delle attività, inoltre, ci permette di capire anche quali siano le dimensioni dell'impresa che stiamo considerando.

2.3.4 L'analisi dell'indice di indebitamento

Nell'analisi condotta, l'indice di indebitamento è calcolato come segue:

$$\frac{\text{totale attività} - \text{equity}}{\text{equity}}.$$

Tale indice permette di ottenere informazioni circa l'indebitamento e la patrimonializzazione dell'impresa considerata, infatti indica in che misura la stessa dipende dal capitale di terzi.

Generalmente lo stesso viene calcolato come $\frac{\text{capitale di terzi}}{\text{equity}}$, ma nel caso specifico si è preferito fare ricorso ad una formulazione alternativa per le opportunità analitiche presentate. Tramite questa espressione, infatti, si ha la possibilità di comprendere ancor meglio il modo in cui l'impresa riesce a finanziare le proprie attività attraverso il ricorso alle fonti proprie. Questa modalità, quindi, ci permette di valutare la solidità finanziaria.

Per poter esprimere delle considerazioni sul valore ottenuto non è possibile fare riferimento a termini di confronto, per diverse ragioni:

- Le imprese possono reperire fonti di finanziamento in due modi: attraverso la quotazione in Borsa, oppure attraverso prestiti bancari. Con riferimento all'Italia, la scelta è pressoché obbligata, infatti è molto difficile che le imprese scelgano di quotarsi, dal momento che la Borsa sembra accessibile principalmente a quelle imprese che hanno già delle basi solide a cui fare riferimento. Quindi le aziende si finanzieranno soprattutto attraverso prestiti bancari, il che porterà ad aver livelli di debito tali da superare anche di cinque volte l'equity;
- Il livello di indebitamento dipende anche dall'attività economica svolta, quindi anche dal settore in cui si opera.

Date le considerazioni appena riportate, per valutare l'indice di indebitamento ottenuto, si farà riferimento ai valori ottenuti dalla stessa impresa negli anni precedenti e da quelli ottenuti, nell'anno considerato, dalle altre imprese operanti nel medesimo settore. Ad ogni modo, sarà sempre importante tenere sotto controllo il livello di indebitamento perché sarà importante che esso non raggiunga livelli insostenibili. Quindi si dovrà tenere conto anche del rischio finanziario, inteso come probabilità che l'impresa non disponga dei mezzi necessari per ripagare i propri debiti. A tal proposito sarà importante disporre di un patrimonio netto adeguato a sostenere l'indebitamento (Sostero, et al., 2016).

2.3.5 L'analisi del market to book ratio

Nell'analisi condotta, il market to book ratio è stato calcolato come (Berk et al., 2015):

$$\frac{\text{prezzo delle azioni} \cdot \text{numero di azioni}}{\text{equity}}.$$

Tale indice permette di confrontare il valore contabile dell'impresa con quello attribuitole dal mercato, per cui si potranno presentare diverse situazioni:

- Market to book ratio maggiore di uno: in questo caso il valore contabile è minore rispetto a quello di mercato. Una tale differenza può essere dovuta ad una sottovalutazione da parte dell'impresa, o ad una sopravvalutazione del mercato; di entrambi i casi se ne dovranno comprendere le ragioni. Infatti, dobbiamo tenere conto del fatto che l'impresa dispone di una maggior quantità di informazioni su sé stessa, quindi la differenza potrebbe essere dovuta ad eventuali rischi non riportati nel bilancio. Al contempo, il mercato considera le imprese nel loro insieme, quindi esprime valutazioni che risentono anche dell'andamento del settore, e questo gli permette di godere di una visione d'insieme che manca all'impresa la quale, quindi, potrebbe non cogliere eventuali opportunità di crescita;
- Market to book ratio uguale a uno: in questo caso il valore contabile e quello di mercato coincidono;
- Market to book ratio minore di uno: in questo caso il valore contabile è maggiore di quello di mercato. Analogamente a quanto visto nel primo caso, una tale differenza potrebbe essere dovuta ad una sopravvalutazione da parte dell'impresa o ad una sottovalutazione da parte del mercato; anche in questo caso sarà importante comprendere quanto osservato.

Infatti l'impresa potrebbe aver deciso di sopravvalutarsi al fine di presentarsi ai creditori in una veste migliore rispetto a quella effettiva; oppure il mercato potrebbe mancare di informazioni relative alle opportunità di crescita che l'impresa intende sviluppare e che giustificano la differenza individuata.

2.3.6 L'analisi del ROE (return on equity)

Nell'analisi condotta, il ROE è stato calcolato come segue:

$$\frac{\text{reddito netto}}{\text{equity}}.$$

Tale indice ci permette di interrogarci sulla redditività del capitale investito dagli shareholder, infatti indica la capacità di creare valore grazie all'investimento effettuato. La fruizione di informazioni relative alla capacità di generare ricchezza nel futuro, ci permette anche di esprimere un giudizio circa la solidità patrimoniale.

Per valutare il risultato ottenuto si fa riferimento alle considerazioni che farebbe un investitore razionale. Lo stesso, infatti, dovrebbe decidere se investire il proprio denaro in un'attività rischiosa o in una che ne è priva. Per scegliere farà riferimento alle remunerazioni offerte da ciascun investimento, e misurate dal tasso di interesse ad esso relativo: all'attività priva di rischio corrisponderà il tasso di interesse risk free (r_f), remunerativo del solo rischio sistematico, ossia quello insito nell'economia e non diversificabile attraverso altri investimenti; all'attività rischiosa, invece, corrisponderà un tasso di interesse specifico, il cost of equity (k_e) che, attraverso il risk premium (r_f), terrà conto del rischio collegato al rendimento dell'impresa, al rimborso del capitale e allo smobilizzo dell'investimento invece, attraverso il coefficiente β , considererà la reazione dell'impresa alle perturbazioni che coinvolgono l'intero settore in cui essa opera. A questo punto un investitore neutrale al rischio preferirà apportare il proprio capitale nell'impresa solo se il ROE della stessa sarà maggiore o uguale al cost of equity, quindi solo se il rischio sostenuto sarà effettivamente remunerativo (Berk et al., 2015; Sostero, et al., 2016).

2.3.7 L'analisi delle dummy

Le variabili dummy sono delle variabili ausiliarie cui spesso si fa ricorso negli studi econometrici. Le stesse vengono utilizzate quando ci si trova di fronte a caratteristiche binarie che, quindi, l'osservazione considerata nel campione può presentare o meno. Proprio per l'evento al quale esse sono collegate, tali variabili possono assumere solo due valori: uno o zero (Stock & Watson, 2005).

Nell'analisi di nostro interesse la prima delle dummy inserita è quella riferita alle dimensioni del consiglio di amministrazione. Per attribuire un valore alla dummy in oggetto si è innanzitutto calcolata la mediana dei dati relativi alle dimensioni dell'organo di nostro interesse.

Quindi si è deciso che la variabile dovesse assumere un valore pari a uno per quei consigli di amministrazione la cui numerosità era maggiore o uguale al valore della mediana.

La seconda delle dummy considerate è stata riferita al settore di appartenenza. Come anticipato, si è deciso di escludere dall'analisi le banche, ma non si è deciso di estromettere qualsiasi impresa operante nel settore finanziario perché, diversamente dalle banche, si è ritenuto che la loro performance non fosse necessariamente ed esclusivamente dovuta alla presenza di financial experts. Quindi, attraverso tale variabile, si è tenuto conto della tipologia di settore in cui l'impresa opera, infatti la stessa assumerà un valore pari a uno per quelle imprese che operano nel settore finanziario che, nel campione di riferimento, sono le imprese assicurative.

In ultima analisi si è considerata una dummy relativa alle dimensioni dell'impresa. Anche in questo caso è stata calcolata la mediana del totale delle attività convertito in euro, e quindi si è deciso che la variabile dovesse assumere un valore pari a uno per quelle imprese di dimensioni maggiori o uguali rispetto al valore della mediana. Queste variabili sono state considerate rilevanti per l'analisi condotta perché abbiamo ritenuto che riguardassero aspetti che, se non considerati, avrebbero condotto a risultati poco significativi.

2.4 La rielaborazione dei dati

Alla raccolta dei dati è seguita una loro rielaborazione che ha permesso di condurre l'analisi. La mancanza di tali accortezze avrebbe sottoposto al software dei dati incomprensibili e non significativi, per cui i risultati ottenuti non sarebbero stati in grado di offrirci delle informazioni corrette.

2.4.1 La rielaborazione della variabile dipendente

Nella variabile dipendente sono state considerate le performance relative al triennio 2007-2009, mentre quella relativa al 2006 è stata considerata tra le variabili di controllo.

Una tale scelta è stata dettata dal fine ultimo dell'analisi condotta: comprendere in che modo la performance delle aziende durante la crisi sia stata influenzata dalla presenza di financial experts.

Il dato relativo al 2006, invece, è stato considerato tra le variabili di controllo perché si è ritenuto che il livello di performance registrato durante la crisi fosse necessariamente influenzato da quello registrato nel periodo precedente alla stessa. Quindi si è ritenuto opportuno considerare il livello di prestazioni che ciascuna impresa presentava nel 2006; diversamente l'analisi avrebbe imputato la performance durante la crisi solo alle variabili indipendenti e di controllo succitate, senza considerare quale fosse il generale andamento dell'impresa, in condizioni ambientali stabili.

Dei dati riferiti alla variabile in oggetto, si è scelto di calcolarne la media in modo tale da ottenere un valore che esprimesse il generale andamento delle imprese durante l'intero periodo della crisi.

2.4.2 La rielaborazione della variabile di ricerca

Come suddetto, la variabile esplicativa riguarda il numero di financial experts presenti nel consiglio di amministrazione.

In seguito alla raccolta dei dati, sono state ottenute delle cifre che ne rappresentano la numerosità ma, ai fini dell'analisi condotta, si è preferito considerare tale dato in termini relativi. In questo modo si è potuto tenere conto delle dimensioni del consiglio di amministrazione, e si sono ottenuti dati non distorti.

Per comprendere la rilevanza di tale accortezza si consideri il seguente esempio: pensiamo a due aziende che presentano lo stesso livello di performance. Si pensi anche, per assurdo, che le stesse siano uguali anche in termini di una qualsiasi delle variabili di controllo cui si può pensare, ma differiscano per la struttura del consiglio di amministrazione. In particolare, il consiglio di amministrazione dell'impresa A è composto da cinque membri, tutti financial experts; invece quello dell'impresa B è composto da dieci membri, di cui solo cinque sono financial experts. In entrambi i casi, le aziende presentano cinque financial experts ma nel primo caso l'eventuale influenza dei financial experts sulla performance è certamente più rilevante rispetto a quella presente nel secondo caso. Infatti nel secondo caso la performance è influenzata anche dalle decisioni di soggetti che non hanno competenze finanziarie.

2.4.3 La rielaborazione delle variabili di controllo

Come suddetto, le variabili di controllo sono le seguenti:

- Return on equity;
- Totale attività;
- Indice di indebitamento;
- Market to book ratio;
- Dummy riferita alle dimensioni del consiglio di amministrazione;
- Dummy riferita all'operatività nel settore assicurativo;
- Dummy riferita alle dimensioni dell'impresa.

Di quelle appena elencate, l'unica variabile oggetto di rielaborazione è stata quella riguardante il totale delle attività.

In prima istanza, si è tenuto conto della valuta in cui erano espressi i dati raccolti, infatti le imprese facenti parte del campione operano in paesi che presentano valute diverse tra loro. Data questa disomogeneità si è dovuto procedere ad una conversione dei valori. Avendo osservato che la maggior parte dei dati erano espressi in euro, nel momento in cui sono stati convertiti i dati, si è deciso di fare riferimento a questa valuta, al fine di ridurre la possibilità di commettere errori.

Si è anche dovuto tenere conto dell'estrema variabilità dei dati e del fatto che il loro ordine di grandezza (pari almeno al milione) ci avrebbe portati ad inserire nell'analisi un dato che avrebbe determinato risultati per i quali non ci sarebbero stati presupposti adeguati. Per questi motivi è stato necessario rielaborare il dato in oggetto. Per poter procedere si è dovuto tenere conto del fatto che la relazione tra il totale delle attività e il ROE non fosse lineare, quindi si è proceduto attraverso il calcolo del logaritmo naturale dei dati raccolti. Quella ottenuta è una relazione che in econometria viene definita "lineare – log": per ciascuna variazione marginale della variabile indipendente, quella dipendente varia del cento per cento. Diversamente, se avessimo considerato una comune relazione lineare, avremmo affermato che a variazioni marginali della variabile indipendente, corrispondono variazioni marginali di quella dipendente.

2.5 Ulteriori analisi

In seguito all'elaborazione del modello e all'analisi dei dati, si è ritenuto opportuno approfondire lo studio condotto, al fine di comprendere meglio il fenomeno osservato. Per fare quanto detto, si è ritenuto opportuno procedere agendo sulle due variabili principali, per cui le stesse sono state rielaborate, o ne sono stati scremati i relativi dati, al fine di vedere se e come cambiava la conclusione cui si era giunti e cercando di comprenderne le ragioni.

2.5.1 L'approfondimento del modello

Dopo aver elaborato l'analisi con riferimento al modello presentato nel *Paragrafo 2.2.1* si è ritenuto opportuno condurre un approfondimento che tenesse conto dell'interazione eventualmente esistente tra due delle variabili considerate: la dummy riferita alle dimensioni dell'impresa e la variabile riferita alla percentuale di financial experts presenti nell'organo. La stessa è stata presa in considerazione in quanto si è ritenuto che questo fattore potesse influire sulla scelta di dotarsi o meno una maggiore o minore quantità di competenze finanziarie.

Per valutare tale fenomeno è stata generata una nuova variabile, data dal prodotto delle variabili di cui sopra.

Il nuovo modello adottato è il seguente:

$$ROE_{07-09} = \beta_0 + \beta_1 * PERFINEX + \beta_2 * ROE_{06} + \beta_3 * LNTOTATT + \beta_4 * ININD + \beta_5 * MBR + \beta_6 * DIMBOD + \beta_7 * ASS + \beta_8 * DIMIMP + \beta_9 * PERFINXDIMIMP + \varepsilon$$

Dove *PERFINXDIMIMP* esprime l'interazione di cui sopra.

Nonostante questa variabile ci abbia permesso di migliorare il valore del p-value, il risultato ottenuto non si è modificato, quindi non ci ha permesso di trarre altre conclusioni.

2.5.2 L'approfondimento legato alla variabile indipendente

Ci si è anche chiesti come e se sarebbe cambiato il risultato ottenuto procedendo con un'ulteriore scrematura della variabile indipendente. In particolar modo, si è valutato se fosse opportuno considerare quelle imprese che non presentavano, nel consiglio di amministrazione, alcun membro che potesse essere ritenuto un esperto di questioni finanziarie. Dal momento che il fine ultimo dell'analisi di nostro interesse è l'individuazione del legame tra i financial experts e la performance dell'impresa, e che, data l'assenza di tali soggetti, sarebbe stato impossibile

cogliere tale legame, si è ritenuto che tali aziende si potessero escludere dall'analisi. La performance di tali imprese presenta comunque delle variazioni ma, a prescindere dalla loro entità e dal loro segno, non possiamo affermare che queste modifiche siano necessariamente dovute all'assenza di esperti finanziari.

I risultati ottenuti non sono stati affatto significativi. Infatti, non solo il p-value è ancora maggiore di 0.1, ma addirittura assume un valore maggiore rispetto a quello ottenuto in precedenza. Una tale situazione potrebbe farci pensare che, diversamente da quanto appena supposto, è bene continuare ad includere nell'analisi anche le imprese prive di consiglieri dotati di competenze finanziarie. La loro performance, infatti, potrebbe essere stata dovuta proprio all'assenza di questi soggetti. Si tratta comunque di una conclusione che necessita analisi più approfondite.

3. IL RISULTATO DELL'ANALISI

3.1 La descrizione delle variabili

Prima di procedere con la presentazione dei risultati ottenuti, di seguito viene presentata una descrizione delle variabili rientranti nel modello.

3.1.1 La variabile dipendente

Ricordiamo che la variabile dipendente del nostro modello è la media del ROE relativo al triennio 2007 – 2009.

Il valore minimo della stessa è pari a -69,88% mentre quello massimo è pari al 244%. La media è pari al 22,92%, la deviazione standard è pari a 0,384 e la mediana è pari al 16,10%.

Possiamo notare che la maggior parte delle imprese, tra il 2007 e il 2009, ha registrato un ROE che si è attestato tra il dieci e il venti per cento. Ricordiamo, dal *Capitolo 2*, che non possiamo esprimere un giudizio su questo indice se non facendo riferimento alle intenzioni di un investitore; ci limiteremo, quindi, ad esprimere un giudizio basato sul confronto di questo valore con quello relativo al 2006. Abbiamo potuto osservare che, come ci si aspettava, nella maggior parte dei casi le performance sono peggiorate anche fino al quindici per cento circa. Tuttavia, abbiamo anche rilevato casi in cui la performance è rimasta pressoché stabile, ed altri in cui è addirittura migliorata, anche significativamente, nonostante la crisi in atto. Abbiamo quindi analizzato gli incrementi più rilevanti, ossia quelli registrati dalla Hugo Boss (pari al diciotto per cento), dalla National Grid (pari al diciassette per cento) e dalla Vodafone (pari al ventisette per cento). Sia nel primo che nel secondo caso, gli importanti incrementi del ROE più che ad un aumento del reddito netto sono stati dovuti ad un depauperamento del patrimonio netto. In questi due casi, quindi, non è corretto affermare che le due imprese hanno migliorato la propria performance, piuttosto le stesse hanno reagito talmente male alla crisi che hanno decimato il patrimonio netto. Per quanto riguarda la Vodafone, invece, abbiamo osservato che il miglioramento così rilevante era dovuto al conseguimento di un risultato gravemente negativo nel 2006, quindi quanto registrato negli anni successivi era quanto generalmente accadeva nell'impresa.

Naturalmente restano notevoli le capacità presentate dall'impresa che è stata abile a risollevarsi da una forte crisi interna nonostante le gravi condizioni dell'ambiente economico.

3.1.2 La variabile di ricerca

Anche i dati rientranti nella variabile che presenta la percentuale di financial experts sono molto vari.

La stessa presenta un valore minimo pari allo 0% ed un valore massimo pari al 71,43%. La media è pari al 36,11%, la deviazione standard è pari a 0,167 e la mediana è pari a 33,30%.

Osserviamo che la distribuzione di questo dato è molto eterogenea, la maggior parte dei dati varia dal quindici al sessantacinque per cento, ma vi sono alcune osservazioni che non rientrano in questo intervallo: questi sono i due valori di minimo e di massimo. Le imprese che non presentano alcun financial expert nel proprio consiglio di amministrazione sono la MTU Aero Engines e la Porsche. Molto probabilmente la loro scelta, non molto raccomandabile, è stata dettata dal settore in cui operano, non finanziario in entrambi i casi. L'impresa che, invece, si trova all'altro estremo, con il settantuno per cento di financial experts, è la Prudential, operante nel settore assicurativo. Quest'ultimo dettaglio giustifica da sé il dato registrato infatti, trovandoci in un settore finanziario, non possiamo aspettarci altro se non un grande afflusso di consiglieri con importanti competenze in tale ambito. Al contrario, potremmo considerare anomalo il dato riportato dall'altra impresa attiva nel settore assicurativo, che presenta solo il cinquantasette per cento di financial experts.

Per quanto riguarda le restanti osservazioni, non possiamo fare particolari rilevazioni. Al massimo possiamo notare che, per la maggior parte delle aziende rientranti nell'analisi, il dato si attesta tra il trenta e il quaranta per cento. Senza tenere conto del risultato cui la nostra analisi ci ha condotti, possiamo osservare che, a prescindere dal settore in cui le imprese operano, si dà particolare rilevanza alle competenze finanziarie, tanto da decidere di introdurre nel consiglio di amministrazione un numero relativamente importante di soggetti che le posseggono. L'importanza di questa scelta è data soprattutto dal fatto che quasi nessuna di queste imprese opera in un settore finanziario o comunque affine allo stesso.

3.1.3 Le variabili di controllo

Il valore minimo assunto dal ROE nel 2006 è pari al -25,56% mentre il valore massimo è pari al 455%. La media di tale variabile è pari al 37,33%, la deviazione standard è pari a 0,814 e la mediana è pari al 22,40%. Ricordiamo ancora una volta che non è possibile esprimere un giudizio relativo a tale indice, se non confrontando lo stesso con il tasso di interesse risk free

vigente nell'anno in cui la performance è stata registrata. I dati qui riportati non verranno commentati perché questi non sono il fulcro dell'analisi qui condotta.

Il valore minimo assunto dalla variabile che esprime il logaritmo naturale del totale delle attività è pari a 5,111 invece quello massimo è pari a 13,497. La media è pari a 9,735, la deviazione standard è pari a 1,626 e la mediana è pari a 9,805. La distribuzione di questo dato non presenta una variabilità molto importante, il che può permetterci di pensare che le imprese considerate non sono di dimensioni molto diverse tra loro.

Il valore minimo assunto dalla variabile che esprime l'indice di indebitamento al 31.12.2006 è pari al 28,06% invece il valore massimo è pari al 97,40%. La media è uguale al 60,47%, la deviazione standard è pari a 0,178 e la mediana è pari al 60,20%. Quanto appena osservato non ci permette di trarre alcuna conclusione perché le imprese adottano delle politiche di finanziamento motivate da quelle che sono le loro intenzioni o le loro necessità (Sostero, et al., 2016).

Il valore minimo assunto dalla variabile riferita al market to book ratio è pari allo 0,1% mentre quello massimo è pari al 276,02%. La media di tale variabile è pari al 13,82%, la deviazione standard è pari al 0,498 e la mediana è pari al 142,40%. È evidente che questi dati sono molto variabili e potrebbe essere interessante comprendere quali siano le ragioni che li motivano, ma un tale approfondimento non è oggetto d'analisi del presente elaborato.

Segue una tabella riassuntiva di quanto appena riportato.

VARIABILI DIPENDENTE, DI RICERCA E DI CONTROLLO

<i>VARIABLE</i>	<i>MINIMO</i>	<i>MASSIMO</i>	<i>MEDIA</i>	<i>DEVIAZIONE STANDARD</i>	<i>MEDIANA</i>
ROE 2007-2009	-69,88%	244%	22,92%	0,384	16,10%
PERCENTUALE DI FINANCIAL EXPERTS	0,00%	71,43%	36,11%	0,167	33,30%
ROE 2006	-25,56%	455,00%	37,33%	0,814	22,40%
TOTALE ATTIVITÀ (ln)	5,111	13,497	9,735	1,626	9,805
INDICE DI INDEBITAMENTO	28,06%	97,40%	60,47%	0,178	60,20%
MARKET TO BOOK RATIO	0,10%	276,02%	13,82%	0,498	142,40%

Figura 3.1 La descrizione delle variabili

3.1.4 Le variabili di controllo: le dummy

Diversamente da quanto accaduto con le variabili appena presentate, la descrizione delle dummy non può fare riferimento alla media del valore assunto dai dati riferiti alle diverse osservazioni. Tali variabili, infatti, sono qualitative.

Le variabili statistiche possono essere alternativamente qualitative o quantitative (Borra & Di Ciaccio, 2015):

- Le variabili qualitative sono quelle che descrivono una caratteristica non misurabile dell'osservazione effettuata. La descrizione dei dati raccolti non potrà fare riferimento a grandezze quantitative, come la media, ma verterà su altri aspetti. Ad esempio potremo capire qual è la distribuzione di frequenza delle osservazioni, che, indicando il numero (relativo o assoluto) delle singole osservazioni, ci permette di dare una presentazione immediata del modo in cui quella specifica caratteristica si distribuisce nel campione;
- Le variabili quantitative, invece, sono quelle che descrivono una caratteristica misurabile dell'osservazione effettuata. Le stesse, quindi, potranno essere descritte attraverso grandezze quantitative quali, come visto con le variabili appena descritte, la media.

Nello specifico caso che stiamo considerando, osserviamo che le dummy sono delle variabili qualitative perché descrivono delle caratteristiche non misurabili, quali l'appartenenza o meno ad uno specifico settore, il superamento o meno di una data numerosità di consiglieri nel relativo organo ed il superamento o meno di una data dimensione (Stock & Watson, 2005).

Tenuto conto di quanto detto, descriveremo le dummy presentandone la frequenza assoluta e relativa (Borra & Di Ciaccio, 2015):

- La frequenza assoluta indica il numero totale di osservazioni che presentano la caratteristica cui fa riferimento la variabile in oggetto. Tale informazione verrà presentata attraverso un numero intero;
- La frequenza relativa indica quante delle osservazioni presentano la specifica caratteristica, rispetto all'intero campione. Tale informazione, quindi, verrà presentata attraverso una frazione e, quindi, la si potrà presentare anche in termini percentuali.

La prima delle dummy considerate è quella relativa all'appartenenza al settore assicurativo. Le imprese che operano nel settore in oggetto sono 2, quindi $\frac{1}{34}$ (3,7%) di quelle considerate.

Tale numerosità è molto esigua, ma si tratta di una scelta effettuata con l'obiettivo di non contaminare l'analisi, considerando delle imprese che quasi sicuramente presentano un legame tra la performance e gli esperti finanziari presenti nel consiglio di amministrazione. L'obiettivo dell'indagine condotta in questo elaborato era cogliere questo legame in situazioni comuni, e non specifiche.

La seconda dummy considerata nel modello è quella che ci dà un'informazione approssimativa circa la dimensione del consiglio di amministrazione. Prima di procedere con la sua descrizione ricordiamo che la stessa indica se l'organo in oggetto è composto da un numero maggiore di membri rispetto alla mediana di tale numerosità: la stessa è pari a dodici. Le imprese che presentano dodici o più consiglieri sono 32, quindi $\frac{16}{27}$ (59,26%) delle osservazioni rientranti nel campione.

Infine abbiamo tenuto conto di una dummy che ci informasse circa le dimensioni dell'impresa. Anche in questo caso la variabile indica se le dimensioni dell'impresa sono maggiori o uguali alla mediana del totale delle attività, uguale a 18.174,48€. Le imprese di dimensioni maggiori o uguali rispetto alla mediana sono 28, quindi $\frac{14}{27}$ (51,85%) delle osservazioni effettuate.

Quanto appena riportato ci permette di osservare che, con riferimento a questi ultimi due aspetti, le imprese sono distribuite omogeneamente. Infatti non vi è una preponderanza di imprese troppo piccole o di imprese con consigli di amministrazione numerosi.

Segue una tabella riassuntiva di quanto appena riportato

VARIABILI DI CONTROLLO: DUMMY				
VARIABILE	FREQUENZA ASSOLUTA	FREQUENZA RELATIVA	FREQUENZA RELATIVA PERCENTUALE	
SETTORE ASSICURATIVO	2	1/34		3,70%
DIMENSIONE B.O.D.	32	16/27		59,26%
DIMENSIONE IMPRESA	28	14/27		51,85%

Figura 3.2 La descrizione delle dummy

3.2 Le correlazioni tra le variabili

3.2.1 La correlazione

Prima di procedere con la presentazione della matrice di correlazione, ricordiamo cosa indicano i valori assunti da quest'indice.

La correlazione tra due variabili esprime l'influenza che una esercita sull'altra (Borra & Di Ciaccio, 2015). Più precisamente, la stessa ci permette di capire in che misura ed in che direzione cambia una variabile in seguito ad una modifica dell'altra.

Questa grandezza può assumere valori in un intervallo compreso tra meno uno e più uno, più precisamente:

- Per valori prossimi a meno uno la relazione è tale per cui, in seguito a cambiamenti della variabile x , la variabile y varia nella stessa misura ma nel senso opposto;
- Per valori prossimi a più uno la relazione è tale per cui, in seguito a cambiamenti della variabile x , la variabile y varia nella stessa misura e nello stesso senso;
- Quando la correlazione tra due variabili è pari a zero, in seguito a modificazioni della variabile x , la variabile y non cambia.

Ci soffermeremo su una descrizione della correlazione riferita alla variabile dipendente ed alla variabile di ricerca, essendo esse il principale oggetto di interesse dell'analisi effettuata nel presente elaborato.

Segue la matrice delle correlazioni esistenti tra le variabili considerate nel modello.

	ROE 2007-2009	PERCENTUALE FINANCIAL EXPERTS	ROE 2006	TOTALE ATTIVITÀ (LN)	INDICE DI INDEBITAMENTO	MARKET TO BOOK RATIO	SETTORE ASSICURATIVO (DUMMY)	DIMENSIONE BOD (DUMMY)	DIMENSIONE IMPRESA (DUMMY)	INTERAZIONE PER-DIM
ROE 2007-2009	1									
PERCENTUALE FINANCIAL EXPERTS	0,08	1								
ROE 2006	0,8727	0,0838	1							
TOTALE ATTIVITÀ (LN)	-0,2659	0,1159	-0,3041	1						
INDICE DI INDEBITAMENTO	0,2684	-0,1594	0,3789	0,141	1					
MARKET TO BOOK RATIO	-0,0147	0,0604	-0,0407	-0,3647	-0,1662	1				
SETTORE ASSICURATIVO (DUMMY)	-0,0891	0,3334	-0,0639	0,3923	0,3866	-0,0548	1			
DIMENSIONE BOD (DUMMY)	-0,004	-0,1176	-0,011	0,2515	0,1069	-0,1385	-0,0294	1		
DIMENSIONE IMPRESA (DUMMY)	-0,1394	0,0236	-0,2005	0,7757	-0,0253	-0,243	0,1961	0,1873	1	
INTERAZIONE PER-DIM	-0,1072	0,4682	-0,168	0,7227	-0,0473	-0,1977	0,404	0,2126	0,8168	1

Figura 3.3 Matrice delle correlazioni

3.2.2 Le correlazioni delle variabili dipendente e di ricerca

Con riferimento alla variabile dipendente possiamo osservare che, rispetto alla maggior parte delle variabili, la stessa presenta una correlazione molto bassa e negativa. Questo significa che, ad esempio, in seguito ad un incremento del debito, le imprese assistono ad una diminuzione, seppur lieve, del risultato conseguito. Questa osservazione è valida anche per altre variabili, quali il totale delle attività, il market to book ratio e ciascuna delle dummy considerate.

Diversa, invece, è la relazione con le altre variabili. Osserviamo, infatti, che il ROE 2007-2009 e quello relativo al 2006 presentano una correlazione positiva e significativa. Osserviamo, infatti, che la stessa è prossima ad uno quindi possiamo dedurre che, in seguito ad una variazione del ROE nel 2006, la media della performance registrata nel triennio 2007-2009 è aumentata nello stesso verso e quasi nella stessa misura. Quanto osservato non ci stupisce, come già discusso in precedenza ci si può facilmente aspettare che la performance di un'impresa sia più o meno influenzata da quanto accaduto in passato. Nello specifico caso, inoltre, dato l'arrivo della crisi, sarebbe stato molto difficile per le imprese disancorare la performance del 2007-2009 da quella registrata nel 2006.

Anche la percentuale di financial experts presenti nelle imprese al 31.12.2006 è positivamente correlata alla performance registrata nel triennio 2007-2009. Osserviamo, però, che tale correlazione è molto debole, quasi prossima allo zero. Questo significa che l'aumento o la diminuzione di consiglieri con competenze finanziarie non ha causato importanti cambiamenti della performance durante la crisi. Essendo questo l'oggetto della nostra analisi, discuteremo e approfondiremo questo aspetto più avanti, facendo riferimento anche al risultato della regressione.

Consideriamo, ora le correlazioni dell'altra variabile che cattura la nostra attenzione: la percentuale di financial experts presenti nel consiglio di amministrazione al 31.12.2006. In questo caso osserviamo che solo due delle variabili considerate sono negativamente correlate a quella di nostro interesse. In prima istanza notiamo che, in seguito ad un aumento dei consiglieri con competenze finanziarie, l'indice di indebitamento subisce un decremento. Allo stesso modo, all'aumentare delle dimensioni del consiglio di amministrazione, la percentuale di financial experts diminuisce. Con tutte le altre variabili, invece, la percentuale di esperti finanziari presenta una correlazione positiva anche se, generalmente, di debole entità.

3.3 I risultati della regressione

3.3.1 Presentazione dei risultati

Attraverso l'adozione del primo modello, e con l'ausilio del software Stata, siamo giunti al risultato che segue.

	Coefficiente	Standard error (robusto)	p-value	Intervallo di confidenza (95%)	
Percentuale financial experts	-0,005	0,187	0,977	-0,382	0,371
ROE 2006	0,427	0,998	0,000	0,226	0,628
Totale attività (ln)	-0,005	0,037	0,892	-0,080	0,070
Indice di indebitamento	-0,139	0,195	0,481	-0,531	0,254
Market to book ratio	0,000	0,000	0,649	0,000	0,001
Settore assicurativo (dummy)	-0,016	0,105	0,088	-0,227	0,195
Dimensione CDA (dummy)	-0,007	0,054	0,900	-0,102	0,116
Dimensione impresa (dummy)	-0,047	0,118	0,694	-0,191	0,284

Figura 3.4 Risultato della regressione (primo modello)

	Coefficiente	Standard error (robusto)	p-value	Intervallo di confidenza (95%)	
Percentuale financial experts	-0,131	0,331	0,693	-0,799	0,536
ROE 2006	0,430	0,101	0,000	0,228	0,633
Totale attività (ln)	-0,005	0,037	0,902	-0,080	0,071
Indice di indebitamento	-0,138	0,196	0,484	-0,534	0,257
Market to book ratio	0,000	0,000	0,587	0,000	0,001
Settore assicurativo (dummy)	-0,046	0,094	0,630	-0,235	0,144
Dimensione CDA (dummy)	-0,005	0,050	0,914	-0,105	0,094
Dimensione impresa (dummy)	-0,026	0,190	0,892	-0,409	0,357
Interazione dimimp-per	0,216	0,277	0,441	-0,343	0,774

Figura 3.5 Risultato della regressione (secondo modello)

Ricordiamo, dal *Capitolo 2*, che affinché la stima di un coefficiente sia significativa è necessario che il relativo p-value sia almeno minore di 0,1.

Diversamente dalle previsioni, il valore del p-value relativo al coefficiente della variabile di ricerca è maggiore di 0,1, in entrambi i casi: questo implica che la stima ottenuta non è significativa. Data la non significatività della stima, dobbiamo concludere che gli esperti finanziari che hanno operato nelle imprese nel 2006, quindi prima dell'avvento della crisi, non hanno influenzato la performance registrata durante la crisi.

3.3.2 *Commento del risultato ottenuto*

Come anticipato, il risultato ottenuto dall'analisi sembra discordare con quanto discusso nel primo capitolo, ma questo non ci ha impedito di approfondire la nostra indagine per poter spiegare quanto osservato.

Ricordiamo, dal *Capitolo 1*, che diversi studi hanno rilevato l'influenza esercitata dai financial experts sulla performance dell'impresa, ma con riferimento allo stesso esercizio. Quindi, per spiegare il risultato da noi ottenuto siamo partiti proprio dalla verifica di questo aspetto. Questa analisi secondaria ha tenuto conto delle stesse variabili considerate per l'analisi principale, ma ha escluso il ROE relativo al triennio 2007-2009 e ha considerato come variabile dipendente il ROE del 2006. Diversamente da quanto ci aspettavamo, il risultato non ci permette di confermare che, nel periodo della crisi finanziaria, i financial experts hanno influenzato la performance aziendale.

È stato proprio il risultato appena ottenuto che ci ha permesso di spiegare quanto osservato. Ricordiamo che una delle capacità che dovrebbe presentare un financial expert, e che dovrebbe spingere le imprese a farli rientrare nel proprio consiglio di amministrazione, consiste nel comprendere l'ambiente economico in cui opera l'azienda e nel prevedere quello che accadrà. Probabilmente è stata proprio questa capacità previsionale a venire meno in occasione della crisi o, probabilmente, i financial experts non avevano intuito quali sarebbero state le dimensioni del fenomeno. D'altro canto, in tempi non sospetti, difficilmente si era riusciti a prevedere l'arrivo della crisi, ed anche quando questo era accaduto, non se ne immaginavano le conseguenze. A questa possibile causa, si affianca la loro necessaria incapacità di gestire la domanda rivolta all'impresa. Ricordiamo, infatti, che i consumatori stavano perdendo fiducia nei confronti del sistema economico e questo, assieme al minor potere d'acquisto, li aveva portati a ridurre drasticamente consumi e investimenti.

Quanto osservato, però, non può impedirci di approfondire le analisi riferite a questo argomento. L'indagine condotta nel presente elaborato più che come punto d'arrivo, deve essere considerata come un punto di partenza per comprendere al meglio cosa sia accaduto nelle imprese negli anni 2006-2009. In primo luogo non possiamo non tenere conto della numerosità del campione analizzato: cinquantaquattro osservazioni certamente non possono essere ritenute poche, ma comunque l'ampiamiento del campione potrebbe modificare o, comunque, migliorare i risultati ottenuti.

Un ulteriore perfezionamento dell'analisi potrebbe fare riferimento alle variabili di controllo considerate.

Inoltre, partendo dal risultato ottenuto, si potrebbero svolgere delle ulteriori analisi che permettano di comprendere se, in seguito all'avvento della crisi, le imprese abbiano deciso di modificare l'apporto di competenze finanziarie nel proprio consiglio di amministrazione. Qualora questo fosse accaduto ci potremmo chiedere anche come, e se, l'influenza esercitata dai financial experts sulla performance dell'impresa si sia modificata. Potremmo capire, inoltre, come e se sono cambiate le politiche finanziarie delle imprese e se queste sono state migliorate grazie all'apporto di competenza da parte degli esperti in materia.

CONCLUSIONE

L'influenza esercitata dal consiglio di amministrazione sui risultati conseguiti dall'impresa è molto importante. Diversi sono stati i punti di vista adottati dagli analisti che hanno indagato questa relazione, e diversi sono stati i contesti storico-economici in cui tali approfondimenti sono stati collocati.

In questo elaborato, ci siamo soffermati su una particolare categoria di consiglieri, i financial experts, e ne abbiamo analizzato l'influenza esercitata sulla performance, durante un particolare periodo economico, quale la crisi finanziaria del 2007-2009.

In condizioni stabili gli esperti finanziari esercitano un ruolo ambiguo. Infatti si è avuto modo di osservare che, sebbene in linea generale essi fossero in grado di beneficiare all'impresa, vi erano aspetti e situazioni in cui la loro presenza non era poi così vantaggiosa e significativa.

Sicuramente i financial experts permettono di migliorare la qualità delle informazioni finanziarie fornite dall'impresa e permettono anche di ridurre la pratica, diffusa ma certamente poco gradita, dell'earning management. Ma, superato questo primo aspetto positivo, ed approfondita l'analisi, si possono cogliere nuove sfaccettature che permettono di guardare a questo fenomeno nel suo complesso. Non tutti i financial experts sono in grado di supportare l'impresa: coloro che lavorano nell'ambito finanziario, spesso agiscono principalmente per perseguire i propri interessi piuttosto che quelli dell'impresa, e quindi la portano a chiedere finanziamenti di cui non avrebbe davvero bisogno. Allo stesso tempo, si è osservato che la presenza di questi professionisti spinge le imprese ad assumere maggiori rischi, data la maggiore conoscenza degli strumenti finanziari più pericolosi ma anche più profittevoli. Infine, l'aspetto più scoraggiante, riguarda la scarsa capacità previsionale di questi consiglieri.

L'analisi condotta nel presente elaborato si è interrogata su quale fosse stato il ruolo dei financial experts durante l'ingresso nella crisi finanziaria. Il modello, in particolare, ha considerato come variabile dipendente la media dei ROE relativi al triennio 2007-2009, e come variabile di ricerca la percentuale di financial experts presenti nel consiglio di amministrazione al 31.12.2006. Nel mentre si è tenuto conto anche di altri fattori che potessero influenzare i profitti, quindi sono state considerate delle variabili di controllo che descrivessero l'impresa dal punto di vista finanziario (ROE riferito al 2006, totale attività, indice di indebitamento e market to book ratio), dimensionale (dummy riferita alle dimensioni dell'impresa) e operativo (dummy riferita all'appartenenza al settore assicurativo).

Tuttavia, la stima del coefficiente della variabile di ricerca, con un p-value maggiore di 0.1, non si è rivelata significativa, quindi abbiamo concluso che gli esperti finanziari presenti nel consiglio di amministrazione nel 2006 non hanno in alcun modo influenzato il comportamento dell'impresa durante la crisi.

Un tale risultato sembra destabilizzante, ci si aspetterebbe che i financial experts permettano di affrontare al meglio i momenti di crisi. Grazie alle loro competenze dovrebbero essere in grado di preannunciare l'incombere della crisi e di preparare le imprese ad affrontare al meglio queste situazioni, ma così non è stato.

Per spiegare quanto osservato, però, possiamo facilmente fare riferimento a quanto succitato, ossia alle scarse capacità degli esperti finanziari di fare previsioni, sia sull'ambiente che sulla singola impresa. Il risultato ottenuto, quindi, ha trovato una spiegazione proprio con riferimento a tale argomentazione: questi consiglieri, così come altri economisti, non sono stati in grado di accorgersi dell'arrivo della crisi e quindi non hanno potuto preparare le imprese ad affrontarla.

Non bisogna nemmeno dimenticare che uno degli aspetti principali della crisi del 2007 è stato l'importante crollo della domanda: l'incombere della recessione ha provocato una perdita di fiducia da parte dei consumatori che hanno cominciato a ridurre i consumi. È evidente che i financial experts non potevano controllare un tale fenomeno, essendo questo al di fuori del loro raggio d'azione.

In ultima analisi bisogna tenere conto del fatto che l'analisi qui condotta fa riferimento ad un campione relativamente esiguo e potrebbe non tenere conto di alcune variabili, quindi si potrebbero anche migliorare questi aspetti al fine di osservare come variano i risultati¹.

¹ L'elaborato è composto da un totale di 13.929 parole.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ANDERSSON, P., 2004. *How well do financial experts perform? A review of empirical research on performance of analysts, day-traders, forecasters, fund managers, investors, and stockbrokers*. Working Paper Series in Business Administration, Stockholm School of Economics.
- BADOLATO, P., G., DONELSON D., C., EGE, M., 2014. Audit committee financial expertise and earnings management: The role of status. *Journal of Accounting and Economics*, 58, 208-230.
- BAYSINGER, B. D., BUTLER, H. N., 1985. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *The journal of law, economics, and organization*, 1 (1), 101-124.
- BECKMANN D., MENKHOFF, L., 2008. *Will Women Be Women? Analyzing the Gender Difference among Financial Experts*. Hannover Economics Papers, Leibniz Universität Hannover, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.
- BENEISH, M., D., 2001. *Earnings Management: A Perspective*. Indiana University, Kelley School of Business, Department of Accounting
- BERK, J., et al., 2015. *Finanza aziendale, I*. 3° ed. Londra: Pearson. 49-51, 56.
- BHAGAT, S., BLACK, B., S., 2002. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.
- BODNARUK A., SIMONOV, A., 2015. Do financial experts make better investment decisions? *Journal of Financial Intermediation*, 24 (4), 514-536.
- BORRA, S., DI CIACCIO, A., 2015. *Metodologie per le scienze economiche e sociali*. 3° ed. Milano: McGrawHill. 2-5, 25-29, 139-141, 314-315, 369-380, 386,
- BRICK, I., E., PALMON O., WALD, J., K., 2006. CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? *Journal of corporate finance*, 12 (3), 403-423.
- BROWN L., D., CAYLOR, M., L., 2009. Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32 (2), 129-144.

- CARCELLO, J., V., et al., 2006. *Audit Committe Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management*. Accounting Working Papers, New York University
- CERBIONI, F., CINQUINI, L., SOSTERO, U., 2011. *Contabilità e bilancio*. 3° ed. Milano: McGraw-Hill. 429-432,
- CIAN, M., a cura di., 2014. *Diritto commerciale*. Torino: Giappichelli Editore. 423-510.
- COSTA, G., GUBITTA, P., PITTINO, D., 2016. *Organizzazione aziendale*. 3° ed. Milano: McGraw-Hill. 113-114
- DALTON D., R., et al., 1998. Meta- analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
- DAVIS, M. *The Impact Of Recession On Business* [online]. Plano: Conversant. Disponibile su <<http://www.investopedia.com/articles/economics/08/recession-affecting-business.asp>> [Data di accesso: 29/09/2017].
- DEFOND, M., L., HANN R., N., HU, X., 2005. Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committees of Boards of Directors? *Journal of Accounting Research*, 43 (2), 153-193.
- DHALIWAL, D., NAIKER V., NAVISSI, F., 2006. *Audit committee financial expertise, corporate governance and accruals quality: an empirical analysis* [online]. Amsterdam: Elsevier Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=906690&http://papers.ssrn.com/> [Data di accesso: 23/09/2017]
- DIONNE G., TRIKI, T., 2005. *Risk Management and Corporate Governance: The Importance of Indipendence and Financial Knowledge for the Board and the Audit Committee*. Cahiers de recherche, CIRPEE.
- DONALDSON L., DAVIS, J., H., 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16 (1), 49-64.
- EISENHARDT, K., M., 1989. Agency theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.

- ERHARDT, N., L., WERBEL J., D., SHRADER, C., B., 2003. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11 (2), 102-111.
- ERKENS, D., H., HUNG M., MATOS, P., 2012. Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18 (2), 389-411.
- FERNANDES, N., 2008. Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18 (1), 30-44.
- FRANCIS, B., HASAN I., WU, Q., 2012. *Do corporate boards affect firm performance? New evidence from the financial crisis*. Research Discussion Papers, Bank of Finland.
- GUEST, P., M., 2009. The Impact of Board Size Performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15 (4), 385-404.
- GÜNER, A., B., MALMENDIER U., TATE, G., 2006. *The Impact of Boards with Financial Expertise on Corporate Policies*. NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc.
- GÜNER, A., B., MALMENDIER U., TATE, G., 2007. *Financial Expertise of Directors*. NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc.
- HILLMAN, A., J., WITHERS M. C., COLLINS, B., J., 2009. Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 35 (6), 1404-1427.
- HORVATH, R., SPIROLLARI, P., 2012. Do the Board of Directors’ Characteristics Influence Firm’s Performance? The U.S. Evidence. *Prague Economic Papers*, 2012 (4), 470-486.
- JOHNSON, S., G., SCHNATTERLY K., HILL, A., D., 2013. Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics. *Journal of Management*, 39 (1), 232-262.
- MEHRAN, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38 (2), 163-184.

MINTON, B., A., TAILLARD J., P., WILLIAMSON, R., 2011. *Do Independence and Financial Expertise of the Board Matter for Risk Taking and Performance?* Working Paper Series, Ohio State University, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics.

MINTON, B., A., TAILLARD J., P., WILLIAMSON, R., 2014. Financial Expertise of the Board, Risk Taking, and Performance: Evidence from Bank Holding Companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (02), 351-380.

MONKS, R., A., G., MINOW, N., 2011. *Corporate Governance*. 5° ed. Hoboken: John Wiley & Sons.

NICHOLSON, G. J., KIEL, G. C., 2007. Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4), 585-608.

NIENHÜSER, W., 2008. Resource Dependence Theory – How Well Does It Explain Behavior of Organizations? *Management revue*, 19 (1,2), 9-32.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2009. *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*.

PEARCE, J. A., ZAHRA, S. A., 1992. Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29 (4), 411-438.

PUBLIC LAW 107-204, 2002.

SMITH, N., SMITH V., VERNER, M., 2006. *Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms*. CIE Discussion Papers, University of Copenhagen, Department of Economics, Centre for Industrial Economics.

SOSTERO, U., et al., 2016. *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*. 2° ed. Milano: Giuffrè Editore. 297-302, 360-363

STOCK, J., H., WATSON, M., W., 2005. *Introduzione all'econometria*. 3° ed. Londra: Pearson. 97-103, 123-127.3

STOXX LTD, 2017. *Stoxx index methodology guide (portfolio based indices)*.

TERJESEN, S., COUTO E., B., FRANCISCO, P., M., 2016. Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20 (3), 447-483.

TRAUTMAN, L., J., 2013. Who Qualifies an an Audit Committee Financial Expert Ender SEC Regulations and NYSE Rules? *DePaul Business & Commercial Law Journal*, 11 (2), 203-235.

VENTORUZZO, M., 2016. *Definizione di indipendenza per l'amministratore*. Milano: Lavoce.info. Disponibile su < <http://www.lavoce.info/archives/41343/una-definizione-di-indipendenza-per-lamministratore/>> [Data di accesso: 23/09/2017].

YERMACK, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 185-211.