



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
“MARCO FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea

**Proprietà del Fondatore e della Famiglia: conseguenze sugli incentivi al
CEO assunto e sulla performance dell'Impresa**

*Founder and Family Ownership: effects on hired CEO incentives and Firm
performance*

Relatore:
Prof. BASSETTI THOMAS

Laureando:
BOVIO CAMILLA

Anno Accademico 2015-2016

INDICE

1. INTRODUZIONE.....	pag. 3
2. I MECCANISMI DI <i>GOVERNANCE</i>.....	pag. 5
2.1. Perché parliamo di meccanismi di <i>Governance</i>.....	pag. 5
2.2. <i>Agency Theory</i>.....	pag. 6
3. INCENTIVI E PERFORMANCE NELLE IMPRESE DI PROPRIETÀ DEL FONDATORE.....	pag. 9
3.1. La proprietà del fondatore.....	pag. 9
3.2. Assunzione di un <i>CEO</i> esterno e crescita dell'impresa.....	pag. 10
3.3. Interessi del fondatore e controllo dell'operato del <i>CEO</i> esterno.....	pag. 11
4. INCENTIVI E PERFORMANCE NELLE IMPRESE DI PROPRIETÀ DI UNA FAMIGLIA.....	pag. 12
4.1. La proprietà di tipo familiare.....	pag. 12
4.2. Assunzione di un <i>CEO</i> esterno e crescita dell'impresa.....	pag. 14
4.3. Interessi della famiglia e controllo dell'operato del <i>CEO</i> esterno.....	pag. 15
5. FORMULAZIONE DELLE IPOTESI.....	pag. 17
6. VERIFICA DELLE IPOTESI.....	pag. 19
6.1. Perché usiamo la regressione <i>Bayesiana</i>.....	pag. 19
6.2. Regressione.....	pag. 19
6.3. Risultati.....	pag. 21
7. CONCLUSIONI.....	pag. 26
BIBLIOGRAFIA.....	pag. 28

1. INTRODUZIONE

Il rapporto tra principale e agente, ovvero tra l'insieme di soggetti che detiene la proprietà di un'impresa ed il soggetto cui il principale delega le attività gestionali, è uno degli argomenti più delicati e dibattuti dell'economia aziendale.

Dato che non sempre, come vedremo nel dettaglio nel corso della trattazione, tra le due parti c'è affinità e concordanza di interessi, è utile, al fine di comprendere le dinamiche gestionali interne all'azienda, analizzare in che modo la proprietà riesca ad esercitare il proprio controllo sull'operato del *management* e ad allineare l'operato di quest'ultimo alla propria visione.

Il presente lavoro è diretto ad esaminare, in primo luogo da un punto di vista teorico, le relazioni che intercorrono tra tipologia di proprietà ed utilizzo degli incentivi come forma di retribuzione al *CEO*; di tali incentivi, poi, si approfondirà l'effetto concreto sulla performance aziendale. In secondo luogo si fornirà conferma empirica delle ipotesi formulate, mediante una regressione di tipo *Bayesiano* realizzata dagli autori P. Jaskiewicz, J. H. Block, J. G. Combs e D. Miller per lo studio intitolato "*The Effects of Founder and Family Ownership on Hired CEOs' Incentives and Firm Performance*".

I due modelli di impresa su cui ci concentreremo sono, in particolare, quello caratterizzato dalla predominanza della proprietà del fondatore e quello contraddistinto dalla proprietà di tipo familiare: può essere quindi utile, prima di introdurre l'argomento, definire preliminarmente entrambe le tipologie di impresa, individuando la peculiarità che le differenzia l'una dall'altra, visto che la sfumatura è sottile ed in letteratura economica le due diciture sono state non raramente utilizzate indifferentemente (quasi sempre, infatti, la famiglia proprietaria è anche la famiglia che ha fondato l'impresa).

Con proprietà del fondatore si intende la presenza di uno o più soci fondatori all'interno della proprietà, senza che tuttavia alcun membro della famiglia di alcun fondatore sia occupato in alcuna attività aziendale.

La definizione di proprietà familiare, invece, prevede proprio il coinvolgimento di uno o più dei membri della famiglia del fondatore (in qualità di proprietari, amministratori delegati o membri del consiglio d'amministrazione).

La questione del coinvolgimento o meno della famiglia, che può sembrare apparentemente dettaglio di poco conto, cambia in realtà in maniera radicale l'atteggiamento del proprietario verso l'impresa, portando nei due casi a conseguenze opposte: entrambi, infatti, hanno forti incentivi a svolgere la funzione di controllo sull'operato del *management*, tuttavia differiscono per quanto riguarda gli obiettivi di fondo e le modalità.

La letteratura economica non è stata particolarmente interessata al fenomeno fino a tempi piuttosto recenti, o meglio, lo è stata, senza però evidenziare una distinzione netta tra le due tipologie; la tendenza generale era quella di accomunare in un'unica visione proprietari fondatori e familiari quanto a utilizzo degli incentivi, anziché riconoscerne le diversità.

Solo nel 2007 una teoria in particolare ha proposto nuovi spunti allo studio della proprietà familiare; si tratta della cosiddetta “*Socioemotional Wealth Theory*”, la quale riconosce nella proprietà familiare alcune peculiarità in termini di obiettivi e motivazioni che, invece, difficilmente si possono attribuire al fondatore; approfondiremo il modello nel capitolo quarto, dedicato alla proprietà familiare.

L'argomento in questione acquista rilevanza applicativa nella dimensione in cui, sia i proprietari fondatori che i proprietari familiari, sono coinvolti nel pool degli *shareholders* di una percentuale altissima di imprese (sia a proprietà concentrata, delle quali spesso detengono la completa o maggioritaria proprietà, sia a proprietà polverizzata, delle quali essi continuano a detenere quote anche dopo la fondazione), e questo vale sia per il mercato statunitense sia per quello europeo ed italiano.

La gestione del rapporto tra proprietà e *management*, affrontata a partire da Adam Smith da moltissimi altri economisti, costituisce una risorsa estremamente utile per l'azienda, in quanto permette di esercitare un controllo sugli agenti più efficace, ma anche più efficiente, di modo che le risorse da impiegarsi in retribuzione al *CEO* possano essere destinate ad altre attività.

Nel secondo capitolo definiremo dunque le origini del problema cui cerchiamo di dare una soluzione, ovvero il conflitto di interessi tra proprietà e gestione dell'impresa, e ripercorreremo una delle teorie più accreditate in materia, ovvero la *Agency Theory* di Michael C. Jensen e William H. Mekling.

Successivamente, nei capitoli 3 e 4, prenderemo in prestito le analisi effettuate da autori e teorie già esistenti (in particolare: la suddetta *Socioemotional Wealth Theory*, il modello interpretativo elaborato da Ernesto Poza ed altri studi presi dalla letteratura economica recente), per dipingere un quadro teorico di come funzionano i meccanismi di *Governance* messi in atto da proprietari-fondatori e proprietari-familiari.

A questo punto riprenderemo uno studio empirico già esistente sulla questione, basandoci su quanto detto nei primi capitoli per formulare quattro ipotesi (capitolo 5) e verificare le stesse utilizzando il modello di regressione del lavoro “*The Effects of Founder and Family Ownership on Hired CEOs' Incentives and Firm Performance*” citato in precedenza (capitolo 6).

Nell'ultimo capitolo, infine, raccoglieremo per chiarezza e commenteremo in base alle conoscenze acquisite tutte le conclusioni cui siamo giunti nel corso dell'analisi effettuata.

2. I MECCANISMI DI *GOVERNANCE*

2.1. Perché parliamo di meccanismi di *Governance*

Lo studio dei meccanismi di *Governance*, ovvero di quell'insieme di leggi, regolamenti, prassi diffuse, e meccanismi di altro genere che regolano i rapporti tra i soggetti coinvolti nei processi decisionali di un'azienda, è oggetto di vivo e costante interesse per la letteratura economica.

Nell'ambito, poi, di imprese caratterizzate dalla separazione tra proprietà e controllo, assume una certa rilevanza la questione delicata del contrasto di interessi tra *shareholders*, (ovvero il soggetto o l'insieme di soggetti che, in quanto detentori della proprietà della compagnia e apportatori del capitale proprio, devono in ultima istanza vedere i propri interessi realizzati nell'impresa), e l'agente (il soggetto al quale la proprietà si affida al fine raggiungere la performance desiderata).

Per spiegare meglio il concetto, partiamo dal presupposto che il problema del conflitto di interessi tra proprietario e *CEO* non sussiste (e non richiede pertanto l'ausilio di particolari meccanismi di *Governance*) nel caso in cui l'agente coincida con la proprietà.

Tale situazione si presenta piuttosto frequentemente nella fase embrionale del ciclo di vita dell'azienda a proprietà del fondatore e di una famiglia: nel primo caso, nell'intenzione di perseguire fini di tipo affettivo, la famiglia che possiede un'azienda preferisce affidare i ruoli gestionali ai propri componenti piuttosto che avvalersi di persone esterne, per quanto riguarda il fondatore, invece, l'ottica è quella che nessuno possa agire nel miglior interesse dell'azienda di chi l'ha ideata e fatta nascere.

In una fase successiva, però, è quasi inevitabile che si presentino opportunità, come ad esempio la prima quotazione in borsa, la necessità di differenziare la gamma di prodotti, la copertura di nuovi mercati, la semplice crescita in dimensioni e capitale, che non rendono più sufficiente l'apporto di competenze da parte del manager-fondatore o del manager-familiare; può quindi rivelarsi una scelta strategica, o addirittura talvolta necessaria, affidare la gestione ad un professionista assunto.

Ecco allora che emerge la necessità per gli *shareholders* di monitorare nella maniera più efficace possibile l'operato del *management*, al fine di tutelare i propri interessi di fronte ad eventuali comportamenti opportunistici di quest'ultimo.

Laddove, però, la capacità di controllo del proprietario non arriva, subentra la necessità di strutturare una serie di meccanismi utili a creare convergenza di obiettivi tra le due parti, di modo che in ultima istanza il *CEO* sia portato a decidere nel migliore interesse dell'impresa; tanto più la proprietà dispone della capacità e dell'interesse di monitorare, tanto meno sarà necessario ricorrere a tali meccanismi.

Il modo in cui la proprietà può riuscire ad ottenere risultato varia di molto a seconda della tipologia di proprietà: nel modello di impresa “anglosassone”, nel quale la proprietà è polverizzata in un numero elevato di azionisti (ognuno dei quali detiene una percentuale delle azioni non sufficiente da garantire la maggioranza), uno dei meccanismi più efficaci è, ad esempio, la presenza di investitori istituzionali, attivi e presenti, dotati delle competenze e della credibilità utili ad esercitare un’attenta azione di supervisione sui gruppi di comando.

In altre tipologie di imprese, in cui la proprietà è concentrata (del tutto o in parte) nelle mani di un fondatore o di una famiglia fondatrice e manca la figura dell’investitore istituzionale, un meccanismo diffuso ed efficace (sul quale concentreremo questo studio) consiste nello stipulare con il *CEO* un contratto che preveda qualche forma di incentivo e lo porti a lavorare nel miglior interesse della proprietà.

Con il termine incentivo intendiamo il compenso che, in aggiunta allo stipendio fisso, viene riconosciuto all’amministratore delegato sotto forma di *bonus* (parte variabile della retribuzione), oppure di *stock-option* (strumenti finanziari che assicurano al manager il diritto di acquistare azioni dell’impresa a un prezzo prefissato e favorevole), o ancora di *profit sharing* (riconoscimento di una percentuale del risultato economico ottenuto); mediante questi tipi di compensi, il proprietario si assicura che il CEO agisca nell’interesse dell’azienda prima che nel proprio, perché in fin dei conti i due vanno a coincidere.

Prima di affrontare la questione del rapporto tra tipologia di proprietà e dimensione degli incentivi e del rapporto tra incentivi e performance, può essere utile parlare di quella che è probabilmente la più riconosciuta tra le teorie che si occupano di comportamento imprenditoriale e del conflitto di interessi tra le parti, ovvero il modello conosciuto in letteratura economica come *Agency Theory*.

2.2. Agency Theory

La cosiddetta *Agency Theory* fu formulata per la prima volta nel 1976 da Michael C. Jensen e William H. Meckling per definire e regolare il cosiddetto rapporto “di agenzia”, ovvero, per citare le parole degli autori stessi, “la situazione in cui un soggetto (il principale) delega ad un altro soggetto (l’agente) il potere discrezionale di svolgere per proprio conto e nel proprio interesse un determinato compito”; “se entrambe le parti della relazione massimizzano la propria utilità”, continuano i due autori, “ci sono buoni motivi per credere che non sempre l’agente agirà nel miglior interesse del principale”.

Tutt’oggi applicata anche in svariati altri campi, come l’*accounting* (Demski e Feltham, 1978), l’economia (Spence e Zeckhauser, 1971), la finanza (Fama, 1980), il marketing, la scienza politica e la sociologia, la teoria si prefigge dunque l’obiettivo di risolvere i dissidi che possono

emergere qualora principali e agenti di una medesima azienda siano orientati verso obiettivi divergenti o conflittuali; essa si compone di due rami, che affrontano rispettivamente il rapporto tra principale e agente e tra principale e principale.

1) *Principal – Agent problem*

Il ramo della teoria dell'agenzia dedicato al *principal-agent problem* propone una serie di meccanismi a protezione dell'investitore contro comportamenti potenzialmente opportunistici (e deleteri per i suoi interessi) da parte del *CEO*; in altre parole, il fine che essa si pone è quello di allineare gli interessi e gli obiettivi delle due tipologie di soggetti, colui nel cui interesse l'azienda deve operare e colui che invece, di fatto, decide le sorti dell'impresa.

I problemi di tipo “principale-agente” sono riconducibili, secondo la teoria, a tre fattori:

- 1) il mancato allineamento degli obiettivi tra le due parti;
- 2) il differente livello di avversione al rischio;
- 3) una componente di incertezza in base alla quale il principale non ha possibilità né di monitorare l'operato del *manager*, né di conoscere l'effetto dovuto all'agente sul risultato aziendale.

Il primo aspetto si spiega assumendo che sia principale che agente siano individui perfettamente razionali e che, in quanto tali, agiscano esclusivamente nel proprio interesse (ovvero per massimizzare la propria utilità); è pertanto molto probabile che il principale porrà al centro dell'attenzione la protezione del capitale investito, mentre l'agente (se non detentore di quote) avrà come obiettivo quello di favorire l'ascesa della propria carriera.

La questione dell'allineamento degli obiettivi non deve riguardare, secondo la teoria, solamente gli obiettivi reali di ciascuna parte, ma anche la percezione che le parti hanno l'una degli obiettivi dell'altra; il problema principale-agente è risolto veramente solo quando sia obiettivi reali, sia obiettivi percepiti convergono (**Tabella 1**).

La seconda questione che la teoria si propone di risolvere, la disparità tra i livelli di avversione al rischio che può sussistere tra *shareholders* e *management*, è anch'essa coerente alla natura dei due ruoli: tipicamente si assume che il principale sia neutrale al rischio (potenzialmente, infatti, possedendo quote diverse di differenti compagnie, egli potrebbe a suo piacimento diversificare il grado di rischio del suo portafoglio) e che l'agente sia generalmente avverso al rischio (pertanto, se esposto a un più alto livello di rischio, egli richiederà in compenso una maggior remunerazione ovvero maggiori incentivi).

È importante fin da ora notare che, sebbene questa sia considerata la tendenza generale, nel caso della proprietà familiare la questione cambia: un alto livello di avversione al rischio è

tipico della famiglia (che, non solo non diversifica, ma connette anche aspetti di tipo emotivo alla sopravvivenza dell'azienda).

Per quanto riguarda la terza questione, invece, è la conoscenza imperfetta da parte del principale dell'operato dell'agente (o meglio, molto spesso la mancanza delle risorse necessarie ad acquisire tale informazione) a dare vita ad asimmetria informativa.

La presenza di asimmetria informativa può spingere il *CEO* a due tipi di comportamenti opportunistici: la selezione avversa (o *opportunismo ex ante*) e l'azzardo morale (o *opportunismo ex post*).

Siamo in presenza di una situazione di selezione avversa, nel senso più generico del termine, quando, al momento della stipulazione del contratto, in mancanza di informazioni complete sulle competenze professionali dell'agente, quest'ultimo mette in atto un comportamento scorretto (celando magari alcune informazioni essenziali); il candidato *manager* ha modo, insomma, di evitare di rivelare alcune informazioni complete ed esatte al principale, al quale manca la possibilità di reperirle in altro modo, ed il contratto che ne deriva risulta pertanto incompleto.

Con il termine azzardo morale, definiamo invece la situazione in cui il *manager* è portato a compiere azioni opportunistiche (consapevole che le conseguenze ricadranno sulla proprietà e non sulla sua situazione), che non compierebbe se fosse egli stesso a subirne gli effetti; un tipico esempio è il caso in cui quest'ultimo decide di intraprendere un progetto il cui valore attuale netto (in inglese *net present value*, *NPV*, ovvero la somma dei flussi di cassa attesi, attualizzati mediante il tasso di rendimento) è negativo, i cui flussi futuri in entrata non sono quindi in grado di coprire l'investimento iniziale.

I meccanismi mediante i quali la teoria propone di risolvere dissidi di tipo "principale-agente" sono, in primo luogo, fornire alla proprietà il modo di misurare e controllare l'operato del *CEO*, e poi, laddove questo non basti, allineare gli obiettivi ed i livelli di avversione al rischio.

Nel corso dello studio concentreremo la nostra attenzione in particolare sull'utilizzo dell'incentivo in quanto strumento di soluzione al delicato problema d'agenzia.

Tabella 1. Obiettivi reali e percepiti tra Principale e Agente

		Obiettivi percepiti	
		Simili	Differenti
Obiettivi reali	Simili	<p>Assenza di <i>Agency problem</i> La teoria propone al principale una serie di misure che portino a questo quadrante.</p>	<p><i>Agency problem</i> percepito Gli assunti della teoria sono scarsamente applicabili.</p>
	differenti	<p><i>Agency problem</i> nascosto La teoria riesce a spiegare il comportamento dell'agente e suggerisce alla proprietà dei meccanismi per evitare questo quadrante.</p>	<p><i>Agency problem</i> manifesto La teoria è in grado di spiegare i comportamenti di principale e agente.</p>

Fonte: J. D. Arthurs e L. W. Busenitz, *The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship*.

2) *Principal – Principal problem*

La seconda questione di cui la teoria si occupa è il rapporto tra un principale e l'altro, vale a dire tra i vari proprietari della stessa azienda.

Nelle due tipologie di azienda che analizziamo la questione è rilevante perché un azionista di minoranza, scarsamente coinvolto nell'attività aziendale, presumibilmente avrà obiettivi differenti rispetto ad un fondatore (o ad una famiglia fondatrice) sulla direzione che l'azienda dovrà prendere e, di conseguenza, su come dovrà operare il *manager* assunto.

Il fondatore e la famiglia guarderanno alla performance a lungo termine ed alla prospettiva di crescita dell'azienda, alla reputazione, alla tradizione, al contrario l'investitore guarderà al valore di mercato delle azioni, ai dividendi, alla più generale creazione di valore nel breve periodo.

3. INCENTIVI E PERFORMANCE NELLE IMPRESE DI PROPRIETÀ DEL FONDATORE

3.1. La proprietà del fondatore

Sebbene non sia semplice reperire numeri certi a proposito di quante siano effettivamente le imprese possedute dal loro fondatore dentro e fuori l'Italia (questione da attribuirsi al fatto che della gran parte delle imprese il fondatore detiene una percentuale di proprietà seppur limitata

nel corso di tutta la vita dell'azienda), cosa certa è che il ruolo del proprietario-fondatore nell'economia aziendale è un fenomeno importante e frequente che, in particolare negli ultimi anni, ha stimolato l'interesse della ricerca economica.

In quanto ideatore dell'impresa, il fondatore trasferisce alla propria creatura la visione, gli ideali, gli obiettivi da perseguire, segnando profondamente quella che sarà la struttura, la strategia e l'orientamento dell'azienda stessa; anche successivamente alla fase di *start-up*, quindi, nella maggior parte dei casi il fondatore continua ad esercitare la propria influenza, rimanendo proprietario (talvolta unico, spesso di maggioranza, altre volte di piccole percentuali) e ricoprendo personalmente i ruoli chiave di gestione, come ad esempio mantenendo i principali ruoli operativi in azienda.

Gioca un ruolo importante in questo anche il legame quasi "affettivo" che si viene a creare tra l'impresa e il fondatore, legame in base al quale quest'ultimo sarà spesso restio ad affidarsi ad un professionista esterno.

Vi sono alcune fasi, tuttavia, come quelle elencate in precedenza, nelle quali l'assunzione di un *Managing Director* esterno può rivelarsi una scelta strategica o addirittura inevitabile per la crescita dell'azienda.

3.2. Assunzione di un *CEO* esterno e crescita dell'impresa

Nel corso della vita di un'impresa, normalmente si presentano alcuni punti di svolta, particolarmente delicati, in cui le capacità di un *CEO*-fondatore possono non essere più sufficienti per dirigere un business in crescita; in queste fasi la teoria suggerisce che il fondatore faccia un passo indietro, cedendo il proprio ruolo manageriale ad una figura professionale più qualificata e competente.

Un tipico momento chiave in questo senso è la cosiddetta *offerta pubblica iniziale (IPO)* dall'inglese *initial public offering*), ovvero il punto di transizione da azienda privata a compagnia quotata su un mercato regolamentato; in questa fase, grazie all'ingresso di nuovi investitori nel *pool* dei proprietari, il capitale finanziario a disposizione dell'azienda aumenta, a favore di una potenziale crescita.

Allo stesso tempo, però, una composizione della proprietà più variegata porta a una composizione di interessi molto più complessa e difficile da armonizzare: l'investitore ragiona tipicamente in base ad una prospettiva a breve termine, desidera la crescita del valore del proprio stock e la creazione di dividendi e, se intenzionato a smobilitare in breve il proprio investimento, è generalmente privo di grande interesse nella crescita a lungo termine dell'impresa.

Chi detiene quote minime, poi, non ha la rilevanza all'interno della proprietà che gli permetta di influenzare le decisioni, né possiede una conoscenza profonda delle operazioni dell'azienda come quella di un fondatore; tuttavia il suo investimento è risorsa vitale per lo sviluppo dell'impresa, perciò altrettanto importante è che egli riceva segnali chiari e inequivocabili della tutela dei propri interessi.

In una fase così delicata, nella quale nuovi soggetti esterni entrano a comporre la proprietà, il *CEO* familiare può non rappresentare per i nuovi investitori una sufficiente garanzia di tutela (egli potrebbe operare nell'interesse della propria famiglia sacrificando gli altri punti di vista) e quindi l'assunzione di un professionista può costituire l'unica maniera per effettivamente attrarre nuovo capitale.

3.3. Interessi del fondatore e controllo dell'operato del *CEO* esterno

Anche quando l'azienda posseduta dal suo fondatore viene affidata ad un amministratore delegato esterno, quest'ultimo può, in base a quanto detto in precedenza, non agire nell'interesse della proprietà, bensì perseguire scopi diversi ed assumere un grado di rischio differente da quello più congeniale alla proprietà.

Al fine di formulare un'ipotesi sulla relazione tra proprietà del fondatore e necessità di ricorrere ad incentivi per compensare l'allineamento degli interessi del *CEO* a quelli della proprietà, partiamo dal presupposto che il fondatore è un tipo di proprietario che ha particolare interesse e anche capacità di monitorare l'operato del *management*, in quanto dispone di una conoscenza tacita e profonda dell'azienda cui egli stesso ha dato vita, ne detiene (spesso, non sempre) una quota significativa, ma soprattutto è particolarmente determinato (poiché attaccato all'azienda non solo finanziariamente, ma anche affettivamente parlando) a far tutelare i propri interessi.

Contrariamente a quanto potremo affermare a proposito della famiglia, tuttavia, il fondatore non è mosso da scopi differenti dalla crescita dell'impresa e dalla creazione di valore, non pensa all'impiego dei familiari o alla tradizione di famiglia, per questo motivo è generalmente considerato un proprietario razionale ed affidabile (dal punto di vista sia del *CEO* sia di eventuali altri *shareholders*), presente e abile a monitorare.

Laddove la capacità di controllo del fondatore non arriva, comunque, subentra un meccanismo di incentivi che, se adeguatamente stabilito, permette di allineare gli interessi delle parti e di connettere strettamente la remunerazione alla performance aziendale; tanto più il proprietario dispone di mezzi di controllo efficaci nei confronti dell'operato della direzione, tanto meno necessiterà di ricorrere ad incentivi.

In aziende di proprietà del fondatore, teorizza il nostro modello, non verrà fatto uso di eccessivi incentivi all'amministratore delegato, poiché i meccanismi di controllo del suo operato sono, già di per sé, piuttosto efficienti.

4. INCENTIVI E PERFORMANCE NELLE IMPRESE DI PROPRIETÀ DI UNA FAMIGLIA

4.1. La proprietà di tipo familiare

Secondo i pareri di due importanti economisti degli anni Novanta, Shanker e Astrachan, non è affatto immediata come può apparire la definizione di azienda a proprietà familiare; in uno studio effettuato dagli autori Chrisman, Chua, e Sharma su 250 articoli di ricerca riguardanti il *family business*, sono state individuate ben ventuno differenti definizioni di questo tipo di azienda.

Potremmo dire che, nel senso più generale possibile, essa sia caratterizzata da una percentuale significativa della proprietà intitolata ad uno o più membri della medesima famiglia e dal controllo della direzione strategica delle operazioni dell'impresa influenzato (più o meno direttamente) dalla famiglia stessa.

I singoli membri della famiglia, poi, possono essere impiegati più o meno direttamente nell'attività aziendale, mentre il *CEO* può appartenere al nucleo familiare oppure essere un professionista esterno assunto, tuttavia la peculiarità resta la radicata e determinante influenza da parte di una famiglia.

Sempre in base agli studi effettuati da Shanker e Astrachan, alla categoria più ampia di *family firm* si possono ricondurre circa il 60% delle *public firms* contate negli Stati Uniti e un altro 60% circa tra *partnerships* e imprese private, mentre, se restringiamo il cerchio alle aziende in cui più generazioni della stessa famiglia sono direttamente coinvolte nella gestione aziendale, passiamo a un 21% delle *public firms* e un altro 20% tra *partnerships* e aziende private.

Stime effettuate dall'Associazione Italiana delle Aziende Familiari (AIdAF) riportano, invece, che in Europa le aziende familiari siano l'85% delle aziende totali (dati provenienti dal Family Business Yearbook del 2014) e che in Italia la cifra si aggiri intorno a 784000 aziende, più dell'85% delle aziende italiane (di queste, oltre il 90% sono quotate e rappresentano circa il 60% del mercato azionario italiano).

La tabella seguente (**tabella 2**) riporta i dati raccolti dall'Associazione a proposito delle imprese familiari in tutti i continenti e dimostra quanto in ciascuno di essi rappresentino una componente fondamentale dell'economia dell'area, non solo sotto il profilo dell'incidenza numerica ma soprattutto per il loro contributo al PIL ed all'occupazione.

Tabella 2. Le imprese familiari nel mondo

Continente	% aziende familiari su totale aziende	% sul PIL	% sull'occupazione
Europa	85%	70%	60% (più di 144 milioni di occupati)
Nord America	90%	57% USA 60% Canada	57% (più di 97 milioni di occupati)
America Latina	85%	60%	70%
Medio Oriente	90%	80%	70% (più di 67 milioni di occupati)[1]
Asia - Pacifico	85%	57% Sud Asia 32% Nord Asia	

Fonte: *AIDAF, Family Business Yearbook, 2014.*

Gli studi del *family business* avevano, fino a pochi anni fa, raggiunto risultati empirici tra loro contrastanti, incappando in interpretazioni teoriche tra loro contrapposte ed in applicazioni forzate di modelli presi in prestito da altri settori per spiegare i dati stessi.

Solo nel 2007 nasce, per opera di un gruppo di economisti, Gomez-Mejia, Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson, and Moyano-Fuentes, una teoria che mette ordine al campo del business a gestione familiare, spiegandone i fenomeni in chiave di una prospettiva totalmente innovativa, teoria cui ci riferiamo con il nome di *socio-emotional wealth model (SEW)*.

Essenzialmente il modello sostiene che le cosiddette *family firms* siano gestite sulla base non solamente del raggiungimento di obiettivi di tipo finanziario, ma anche, e soprattutto, nell'ottica della conservazione dei valori socio-emozionali cari alla famiglia; si parla, ad esempio, di promozione della reputazione della famiglia, mantenimento di una tradizione e di uno standard appartenuti alla famiglia per generazioni, impiego dei figli e del coniuge, oltre ad una serie di altre varie e disparate finalità.

L'impresa controllata da una famiglia tende a compiere le principali scelte strategiche sulla base di un proprio bagaglio di valori socio-emozionali che non necessariamente possono essere condivisi da un eventuale *CEO* assunto dall'esterno (motivo frequente di dissidi del tipo "*principal – agent*") e da un altro proprietario non appartenente al nucleo familiare (che può portare al problema "*principal- principal*").

Inoltre, proprio a causa dei numerosi interessi accessori che mira a preservare, la famiglia è un tipo di proprietà particolarmente avverso al rischio: capovolgendosi il paradigma secondo cui il principale sarebbe neutrale e l'agente contrario al rischio, è possibile che, internamente alla medesima impresa, vi siano principali con grado differente di avversione al rischio, ed il *manager* chiamato in qualche modo a mediare. l'utilizzo degli incentivi è finalizzato anche ad obbligare il *CEO* ad un determinato livello di rischio.

4.2. Assunzione di un *CEO* esterno e crescita dell'impresa

Una scelta chiave che si ripresenta generalmente nel corso della vita di un'azienda controllata da una famiglia è se mantenere la direzione “in famiglia”, impiegando i membri della stessa nei ruoli gestionali di maggior rilievo, o se ricorrere a un *CEO* esterno.

Tra gli aspetti da tenere in considerazione, uno particolarmente importante è il fatto che le due figure (*manager* interno o esterno alla famiglia), presumibilmente guarderanno all'impresa con prospettive profondamente diverse, condizionate dai propri personali interessi, e inevitabilmente la condurranno in direzioni differenti.

Se il *CEO* appartiene alla famiglia, probabilmente sarà incentivato a porre in primo piano i legami affettivi e l'occupazione degli altri familiari, inoltre riceverà dei benefici non pecuniari in cambio del suo operato (quali ad esempio lo status e la rispettabilità all'interno della famiglia); non necessariamente, quindi, il suo scopo primario sarà creare valore per l'impresa. D'altra parte, però, è più probabile che egli faccia propri gli obiettivi della famiglia, qualunque essi siano, e che quindi non sia necessario l'uso di incentivi (monetari, sotto forma di azioni o in altre modalità) per allineare il suo operato alla visione della famiglia (e questo, dal punto di vista della famiglia proprietaria, non può che essere apprezzabile).

Il passaggio da *CEO* membro della famiglia a professionista esterno può determinare un notevole dispendio in termini di costi di agenzia, nel senso che quest'ultimo andrà allineato per mezzo di incentivi alla visione familiare, d'altro canto però (come nel caso del fondatore) essendo un professionista e potendo contribuire con una prospettiva più razionale e professionale, conferirà all'impresa un'ottica nuova, più ampia e internazionale, e una significativa opportunità di crescita.

In definitiva, l'azienda potrà optare per due soluzioni: impiegare un membro della famiglia come *CEO*, concentrarsi sui propri specifici *socioemotional wealth goals* sacrificando la performance (e scontrandosi eventualmente con i *non-family shareholders*) oppure assumere un professionista esterno, utilizzando gli incentivi per connettere il compenso alla performance aziendale, quindi soddisfacendo eventuali altri proprietari esterni alla famiglia, ma rinunciando in parte al proprio potere di controllo ed ai propri obiettivi socio-emozionali.

Un interessante modello interpretativo elaborato da Ernesto Poza, consulente in materia di gestione e sviluppo delle aziende familiari, evidenzia l'importanza fondamentale della fase di passaggio da *CEO* familiare a *CEO* assunto: il modello prevede che l'impresa familiare abbia come protagonisti tre soggetti ben distinti, famiglia, proprietà e *management*, i quali sono soggetto di tre processi di successione generazionale che sono, e devono rimanere, distinti. L'impresa, afferma Poza, non è un gioco a somma zero, nel quale ciò che una parte “vince” viene necessariamente perso dall'altra parte; l'obiettivo comune deve essere creare valore,

trovare un sistema di *pay-off* che possa soddisfare ciascuna parte in base alle sue specifiche esigenze.

In particolare nelle fasi successive a quella di *start-up* (nella quale è normale un po' di confusione e sovrapposizione dei ruoli), è importante che vi sia una certa separazione e indipendenza tra le tre parti, che tuttavia devono rimanere correlate.

In fase di crescita, sottolinea Poza, è significativo il ruolo del *manager* esterno, del quale l'azienda ha bisogno per crescere e svilupparsi, ponendosi nuove sfide e traguardi più alti.

Poiché inserire un manager esterno in un'azienda familiare è un passaggio delicato, una figura interessante di cui ci si può avvalere è il cosiddetto *temporary manager*, in grado di contribuire con una specifica competenza e per un periodo limitato di tempo, conferire managerialità e professionalità a costi certi e accessibili (in parte legati al risultato, come si usa per i *manager* a tempo indeterminato) e con il risultato di accrescere anche le competenze del personale pre-esistente.

I problemi chiave dell'introduzione di un CEO esterno, dei quali il *temporary manager* è solo una possibile soluzione, restano quelli di come poter motivare un *top manager* a collaborare con membri della famiglia spesso meno competenti, nel migliore interesse dell'azienda in termini di performance ma senza trascurare i *socioemotional wealth goals* cari alla famiglia, con tutto l'impegno di chi è coinvolto patrimonialmente ma anche affettivamente nell'impresa. Fondamentale è che il manager esterno sappia rispettare la cultura familiare ed essere rispettato dai colleghi membri della famiglia, di modo da integrarsi a tutti gli effetti e catturarne la fiducia. L'utilità del gestire in modo efficiente le fasi di successione nelle imprese familiari esistenti è dovuta soprattutto alla potenziale creazione di posti di lavoro: secondo stime europee, a fronte dell'impiego di due nuove figure professionali con la nascita di una start-up, cinque sono i posti di lavoro (medi) preservati da una successione generazionale di successo in un'impresa già esistente.

4.3. Interessi della famiglia e controllo dell'operato del CEO esterno

Abbiamo detto che i *family owners* sono fortemente incentivati come i fondatori a monitorare l'operato del manager, poiché all'azienda non è legata solo la questione patrimoniale, ma anche la reputazione e lo status della famiglia.

Quello che fa la differenza, tuttavia, è che la famiglia è motivata anche dagli interessi evidenziati dalla *socioemotional wealth theory*; non solo, ma la ricerca recente ha evidenziato una relazione positiva tra il livello di coinvolgimento della famiglia in impresa e il coinvolgimento per così dire emotivo: quanto più strettamente la famiglia è coinvolta nella

proprietà, nel management e nella gestione in generale, tanto più sarà forte la motivazione dettata dai *socioemotional wealth goals*.

Possiamo quindi ipotizzare che l'azienda posseduta prevalentemente da una famiglia, possa sacrificare la performance finanziaria in favore di questo altro tipo di interessi non patrimoniali ma emotivi, in particolare laddove la crescita dell'impresa possa implicare l'ingresso nella gestione di componenti esterni, che diminuiscono il controllo della famiglia (obiettivo socio-emozionale di primaria importanza per la famiglia).

Inoltre, proprio a causa dei numerosi interessi accessori che mira a preservare, la famiglia è un tipo di proprietà particolarmente avverso al rischio: capovolgendosi il paradigma secondo cui il principale sarebbe neutrale e l'agente contrario al rischio, risulta essere proprio il *CEO* il più favorevole ad intraprendere progetti rischiosi nell'interesse della crescita dell'impresa.

Quando un *CEO* esterno viene assunto dall'azienda, egli è consapevole della possibilità di essere forzato dalla famiglia a perseguire scopi diversi da quello della massimizzazione della performance aziendale, cosa che non è desiderabile per la sua carriera (condurrebbe un'azienda con performance sotto tono), di conseguenza richiede un più alto compenso.

Anche gli *shareholders* non appartenenti alla famiglia, i quali non hanno motivo di condividere l'avversione al rischio e gli obiettivi socio-emozionali, necessitano di forti segnali che il management stia agendo nel migliore interesse dell'impresa, e non spinto dalla famiglia in qualche altra direzione; per questo gli incentivi vengono connessi strettamente alla performance dell'azienda.

Se l'azienda è quotata, è anche nell'interesse della famiglia assicurare la soddisfazione degli altri azionisti, che altrimenti ricevendo segnali inconsistenti, venderebbero i titoli, il cui valore di mercato diminuirebbe.

In definitiva, sulla base delle argomentazioni esposte e nell'interesse di ciascuna delle parti coinvolte, i *family owners* offriranno al *CEO* assunto incentivi e bonus elevati, se confrontati con altri tipi di aziende.

La tabella seguente (**Tabella 3**), elaborata da D. Pittino, R. Viganò e A. Zattoni, autori del libro "La retribuzione del top management: incentivi, carriera e *Governance*", riporta il compenso medio in euro garantito ai *CEO* di aziende italiane a proprietà familiare tra il 2005 ed il 2009, paragonato al compenso medio in aziende con altri tipi di proprietà.

I dati mostrano un compenso medio al *CEO* assunto da aziende a proprietà familiare mediamente più alto rispetto a quello garantito dalle aziende a proprietà non familiare (a parte nel 2007, quando la tendenza è stata opposta), cosa che rispecchia il ricorrere ad incentivi che accrescono la retribuzione totale.

Come ci si può aspettare poi, quest'ultimo è anche notevolmente più alto del compenso medio al *CEO* appartenente alla famiglia, il quale condivide di per sé la visione della famiglia e non necessita di essere incentivato, oltre ad accontentarsi di una retribuzione inferiore a fronte del trattamento di favore che può derivare dal fatto di lavorare nel proprio contesto familiare.

Tabella 3. Compensi medi (in euro) al *top management* in aziende familiari e non familiari italiane.

	2005	2006	2007	2008	2009
Compenso medio al <i>CEO</i> in aziende a proprietà non familiare	856.200	997.492	961.970	898.995	754.632
Compenso medio al <i>CEO</i> appartenente alla famiglia	593.425	731.962	656.524	742.103	617.958
Compenso medio al <i>CEO</i> assunto	1.042.447	957.203	825.251	927.218	798.465

Fonte: D. Pittino, R. Viganò e A. Zattoni, La retribuzione del top management: incentivi, carriera e *Governance*.

5. FORMULAZIONE DELLE IPOTESI

A fronte delle considerazioni fatte finora, che per comodità riprenderemo in sintesi, possiamo formulare delle ipotesi sul tipo di rapporto esistente tra le due tipologie di proprietà analizzate e gli incentivi al *management*, e che lo studio effettuato da Jaskiewicz, Block, Combs e Miller ha verificato.

Ipotesi 1

I soci fondatori, poiché detengono una proprietà significativa delle quote, sono finanziariamente ed emozionalmente motivati a massimizzare le performance dell'impresa e il suo successo a medio-lungo termine, e poiché dispongono di una conoscenza tacita profonda della propria impresa, sono efficaci nel monitorare l'operato del manager assunto senza necessità di ricorrere ad ingenti bonus incentivanti.

Possiamo quindi teorizzare che la presenza nella proprietà di un socio fondatore abbia un effetto negativo sull'ammontare degli incentivi al *CEO* assunto (**Ipotesi 1**).

Ipotesi 2

La famiglia, come il fondatore è fortemente motivata a controllare le azioni del CEO assunto, tuttavia, secondo la *Socioemotional Wealth Theory*, rispetto al fondatore ha meno a cuore l'aspetto finanziario e più a cuore altri aspetti collegati con i rapporti interni alla famiglia e con la reputazione della stessa.

Così, al manager esterno che entra a far parte di un'azienda a proprietà familiare, si assicura un incentivo alto, per compensare il rischio che egli corre (rischio, si intende, di sacrificare in qualche modo la performance per assecondare le necessità della famiglia), e strettamente collegato alla performance (mettere sinonimo) per tranquillizzare gli altri *shareholders* (non appartenenti alla famiglia) che la *Governance* sia usata anche nel loro interesse.

Possiamo quindi formulare l'**ipotesi 2**: La proprietà familiare ha un effetto positivo sull'ammontare degli incentivi al *CEO* assunto.

Ipotesi 3

Ci poniamo ora il problema di quanto, in effetti, gli incentivi siano efficaci nell'allineare gli interessi in ciascuno dei due tipi di impresa.

I proprietari fondatori incontrano rispetto alla famiglia minori problemi d'agenzia nel rapporto con il CEO assunto, riducendo anche la misura in cui devono basarsi sugli incentivi per indicare agli altri *shareholders* una buona *Governance*; se quindi gli incentivi sono al di sotto della media, deve significare che si sta ottimizzando la performance, ma se invece gli incentivi al CEO sono sopra la media vuol dire che o il fondatore non esercita più efficacemente il suo controllo, oppure che la proprietà ha perso fiducia nel fondatore e quindi utilizza gli incentivi comunque.

Un utilizzo maggiore degli incentivi, quindi, indebolisce il collegamento tra proprietà del fondatore e performance dell'impresa (**Ipotesi 3**).

Ipotesi 4

Contrariamente a quanto detto per il fondatore, la famiglia ha bisogno di concedere ingenti bonus sia per attirare professionisti di alto calibro a fronte dei rischi collegati alla "posizione scomoda" di cui abbiamo parlato in precedenza, sia per dare garanzie agli altri *shareholders*.

In questo caso, quindi la proprietà familiare garantirà un rapporto stretto tra alto incentivo al *CEO* e una performance positiva dell'impresa, (**Ipotesi 4**).

6. VERIFICA DELLE IPOTESI

6.1. Perché usiamo la regressione *Bayesiana*

Il modello di regressione di Bayes si basa sulla costruzione di una variabile casuale, la cui soluzione è una distribuzione di probabilità per i parametri del modello; esso si differenzia dall'approccio classico per il fatto che consente di incorporare informazioni a priori che provengono da dati indipendenti e osservazioni empiriche (che vengono espresse mediante la distribuzione di probabilità a priori).

La regressione *Bayesiana* è molto utilizzata nelle statistiche che si occupano dello studio dei meccanismi di *Governance* nelle imprese o di altri studi svolti sulle relazioni interne alle imprese in quanto permette infatti di raccogliere ed incorporare nello studio variabili basate su caratteristiche dell'impresa e del singolo individuo.

Essa, contrariamente alla statistica classica, si addice allo studio di campioni piccoli (o di sottogruppi ristretti del campione iniziale, come nel nostro caso) e anche alle situazioni in cui gli intervalli di credibilità non sono strettamente funzione delle dimensioni del campione. Infine, la regressione *Bayesiana* resiste bene all'inclusione nel modello di molte variabili di controllo (nel modello utilizzato dagli autori di riferimento, ad esempio, ce ne sono 20; si spiegherà nel dettaglio la funzione delle variabili di controllo nel paragrafo ad esse dedicato).

6.2. Regressione

Campionamento e dati utilizzati

Il campione studiato da Jaskiewicz, Block, Combs e Miller è composto da 500 aziende tratte da Standard & Poor, delle quali sono stati raccolti i dati sulla proprietà, sui membri del consiglio di amministrazione e sui *top managers* dall'anno 1994 al 2002.

Sono state utilizzate poi altre fonti, come ad esempio i siti ufficiali delle aziende stesse e l'*Hoover's Handbook of American Business*, per reperire i dati mancanti e chiarire le situazioni ambigue; infine, il campione di dati è stato confrontato con i *database Execucomp* e *Compustat* e scremato eliminando le aziende in cui il fondatore o un membro della famiglia sono ancora impiegati come amministratori delegati, questo per giungere ad un campione costituito da 1874 osservazioni fatte in 335 imprese, delle quali però solamente il 4% possedeva le caratteristiche di essere di proprietà del fondatore ed essere diretto da un *CEO* assunto, mentre il 9% era caratterizzato da proprietà familiare e *CEO* assunto (percentuali che non sembrano alte, ma che garantiscono comunque un campione adatto a svolgere una regressione di tipo *Bayesiano*).

Variabili dipendenti

Per verificare le quattro ipotesi è stata utilizzata una regressione *Bayesiana*, tuttavia due analisi differenti sono state fatte: la prima, che ha come oggetto le **ipotesi 1 e 2**, ha per variabile dipendente la retribuzione a incentivo del *CEO*, intesa come la somma di incentivi a lungo termine, la stima del valore di *Black-Scholes stock-option* e il valore delle *restricted stock grants*.

La seconda variabile dipendente, è la cosiddetta *Tobin's Q*, scelta per le **ipotesi 3 e 4** dagli autori come variabile che quantifica la performance dell'impresa e che si ottiene sommando valore di mercato del patrimonio netto e valore contabile del debito, dividendo poi la somma ottenuta per il valore contabile dell'attivo totale.

L'indice di Tobin.

Il *Tobin's Q ratio* è stato teorizzato dal premio Nobel per l'Economia James Tobin, dell'Università di Yale, secondo il quale il valore di mercato di un'azienda sullo *stock market* dovrebbe essere equivalente al costo di rimpiazzo dei suoi *assets*; è molto utilizzato negli studi sui rapporti di *Governance* ed in particolare nelle regressioni che analizzano l'effetto della *Corporate Governance* sulla tutela degli interessi degli *shareholders*

Un altro strumento utilizzato di frequente è il ritorno sugli *assets* (ROA, calcolato come rapporto tra utile corrente ante oneri finanziari e totale attivo), al quale nel caso specifico preferiamo l'indice di Tobin perché rappresenta il valore dell'impresa così come è riconosciuto dal mercato, senza alcuna possibilità di manipolazione da parte del *management*.

Variabili esplicative

Le variabili esplicative utilizzate per questa regressione sono la variabile *Founder ownership*, ovvero la percentuale di stock posseduta dal fondatore (o dal suo team) quando nessun altro familiare di quest'ultimo è coinvolto nella gestione dell'impresa, e la variabile *Family ownership*, vale a dire la percentuale di stock posseduta dalla famiglia fondatrice quando almeno un membro della stessa è coinvolto nella gestione.

Variabili di controllo

Le variabili di controllo sono tutte quelle variabili che hanno un qualche effetto sulle variabili dipendenti e distorcono il risultato della regressione, senza però essere legate alla variabile indipendente; vanno quindi inserite nel modello per eliminare l'effetto distorcente.

Molte sono in comune ad entrambi i tipi di regressione e possono essere suddivise in tre gruppi:
1) caratteristiche dell'impresa: innanzitutto la dimensione, ma anche l'età, la complessità dell'organizzazione, il livello di rischio (misurato in quanto l'azienda ricorre al meccanismo

della leva finanziaria o *leverage*), l'intensità dell'attività di ricerca e sviluppo, il *dividend yield* (ovvero il rapporto tra dividendo e prezzo di mercato di un titolo), in quanto maggiore è il dividendo per azione, minori saranno i flussi di cassa disponibili per altre finalità, ed infine la media degli incentivi e dell'*indice di Tobin* nel settore di appartenenza dell'azienda. 2) altri metodi di *Governance* e caratteristiche proprie del *CEO*: all'interno di questa categoria individuiamo tutti quegli aspetti che hanno un effetto sul livello di incentivi utilizzato, pur non dipendendo dalla tipologia di proprietà.

Possiamo elencare in questo gruppo: altri meccanismi di *Governance* diversi dall'incentivo che stiamo studiando, la paga base (ovvero quella parte di stipendio cui poi si va ad aggiungere l'incentivo e che misuriamo come il salario fisso annuale ed eventuali altri bonus in contanti), altre forme di retribuzione (che normalmente si associano ad una migliore performance perché spingono il *CEO* ad assumersi il livello di rischio ottimale per l'azienda), la percentuale di azioni possedute dal *CEO* (il fatto che egli possieda dei titoli diminuisce la necessità di incentivi perché lo porta a condividere gli interessi degli altri proprietari), la percentuale di azioni possedute da investitori istituzionali (che abbiamo visto in precedenza essere efficaci nel controllare l'operato del management), il numero annuale degli incontri del consiglio d'amministrazione, la composizione del *Compensation Committee* (si guarda, in particolare, se il *CEO* ne fa parte o meno), la durata dell'incarico dello stesso ed il fatto che egli ricopra o meno altri ruoli operativi in azienda (*CEO duality*).

3) altre influenze del fondatore e della famiglia: poiché l'obiettivo della regressione è studiare l'effetto della famiglia e del fondatore in quanto proprietari, è necessario separare eventuali altre forme di influenza che famiglia e fondatore potrebbero avere indipendentemente dalla proprietà (se, ad esempio, il fondatore o dei membri della famiglia sono presenti nel consiglio di amministrazione, la loro presenza ridurrà gli incentivi utilizzati perché il manager sarà controllato in maniera diretta da questi ultimi).

Una volta definite tutte le variabili coinvolte, il modello prevede la formulazione a priori delle relazioni esistenti tra le variabili, che è chiamata "distribuzione a priori", e l'utilizzo di una funzione di probabilità per passare alla "distribuzione a posteriori" che confermi le relazioni tra le variabili.

La distribuzione scelta per gli effetti di ogni variabile indipendente sulla variabile dipendente è una distribuzione normale (ovvero di media 0 e varianza 1).

6.3. Risultati

La **tabella 4** rappresenta medie, deviazioni standard e correlazioni per tutte le variabili; la **Tabella 5**, invece, contiene i risultati della regressione *Bayesiana* sugli incentivi al *CEO*,

ovvero gli effetti di una variabile sull'altra e la probabilità che ciascuno degli effetti sia positivo in base alla distribuzione a posteriori.

I risultati sono consistenti con la teoria precedente per quanto riguarda le variabili di controllo: la paga base al *CEO* è correlata positivamente con gli incentivi al *CEO* stesso; il passaggio alle generazioni successive comporta un maggiore focus sull'aspetto finanziario e quindi una minore necessità di ricorrere agli incentivi; la maggior durata del contratto del *manager* presso l'impresa porta a una diminuzione degli incentivi; infine, per quanto riguarda le caratteristiche dell'impresa, la maggior dimensione ed anzianità comporta incentivi maggiori.

L'**ipotesi 1** predice che la proprietà del fondatore abbia un effetto negativo sugli incentivi al *CEO*; l'ipotesi è supportata con il **6.38%** di probabilità di effetto positivo.

L'**ipotesi 2** predice che la proprietà familiare abbia un effetto positivo sugli incentivi al *CEO*; l'ipotesi è supportata con il **99,96%** di probabilità.

La **tabella 6** presenta invece i risultati della regressione *Bayesiana* sulla performance delle imprese (ovvero sull'indice di *Tobin*); dato il fatto che controlliamo l'indice per l'anno precedente, i coefficienti rappresentano l'effetto della variabile sulla variazione del coefficiente di *Tobin*.

Anche in questo caso, i coefficienti sono consistenti con la teoria: la presenza di membri fondatori e familiari nel *board of directors* aumenta la performance dell'impresa, i *CEO* che ricevono retribuzione maggiore conducono mediamente a una migliore performance, il fatto che il *CEO* possieda titoli dell'impresa aumenta anch'esso la performance; inoltre le aziende in crisi hanno una frequenza maggiore di *board meetings* (relazione quindi negativa tra numero dei *meetings* e performance).

L'**ipotesi 3** predice che l'incentivo al *CEO* indebolisca la relazione tra proprietà del fondatore e performance dell'impresa ed è supportata da una forte e negativa interazione tra incentivo e proprietà del fondatore (la probabilità di un effetto positivo è del **7.49%**).

Al contrario, il rapporto tra incentivi e rapporto *family-ownership/performance* è forte e positivo (probabilità del **99.89%** di un effetto positivo) e questo supporta l'**ipotesi 4**.

Tabella 4. Correlazioni, medie e deviazioni standard

	Mean	SD	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
1 CEO incent. comp. (log)	7.29	2.62																						
2 Tobin's Q (t+1) (log)	0.32	0.78	-0.04																					
3 Founder ownership	0.01	0.03	-0.03	0.08																				
4 Family ownership	0.03	0.10	-0.11	0.15	-0.04																			
5 Founder board presence	0.13	0.33	-0.07	0.23	0.28	0.08																		
6 Family board presence	0.16	0.37	-0.11	-0.00	-0.04	0.40	-0.02																	
7 Family owner later generation	0.09	0.28	-0.05	0.13	-0.05	0.72	-0.05	0.55																
8 CEO base pay (log)	7.31	0.75	0.22	-0.13	-0.05	0.01	-0.12	-0.05	-0.02															
9 CEO other pay (log)	2.17	2.48	0.09	-0.11	-0.03	-0.06	-0.11	-0.06	-0.04	0.21														
10 Ownership by CEO	0.01	0.01	-0.19	0.14	0.14	0.15	0.13	0.06	0.10	-0.09	-0.06													
11 Ownership by inst. investors	0.14	0.12	-0.01	-0.03	-0.01	-0.19	0.00	-0.12	-0.19	-0.05	0.02	-0.07												
12 CEO duality	0.76	0.42	0.06	-0.20	-0.09	-0.18	-0.31	-0.20	-0.13	0.13	0.05	-0.03	0.02											
13 CEO tenure	5.51	5.46	-0.06	-0.02	0.02	0.04	0.01	-0.02	-0.02	0.09	-0.08	0.29	-0.03	0.22										
14 CEO comp. committee	0.04	0.20	-0.05	0.06	-0.01	0.13	0.06	0.04	0.04	-0.03	-0.01	0.03	-0.08	-0.03	0.07									
15 Number of board meetings	1.93	0.34	0.08	-0.06	-0.03	-0.09	0.00	-0.09	-0.06	0.09	0.13	-0.13	-0.09	0.05	-0.14	-0.02								
16 Firm size	8.70	1.36	0.21	-0.50	-0.00	-0.04	-0.12	-0.02	-0.02	0.43	0.19	-0.17	-0.18	0.09	0.00	-0.05	0.17							
17 Firm age	4.05	0.89	0.10	-0.32	-0.18	-0.00	-0.33	0.11	0.07	0.24	0.09	-0.16	-0.13	0.22	0.03	0.01	0.11	0.37						
18 Firm leverage	0.62	2.08	0.07	-0.15	-0.02	-0.06	-0.06	-0.07	-0.06	0.21	0.07	0.08	-0.02	-0.00	-0.03	-0.03	0.04	0.36	0.11					
19 R&D intensity	0.03	0.05	0.04	0.39	0.02	-0.02	0.16	-0.09	-0.02	-0.18	-0.11	-0.01	0.02	-0.07	-0.10	-0.03	-0.00	-0.37	-0.13					
20 Market risk	0.90	0.50	0.03	0.20	0.15	-0.01	0.24	-0.07	-0.03	-0.10	-0.11	0.11	-0.02	-0.13	-0.02	-0.04	-0.02	-0.12	-0.36	0.08	0.42			
21 ROA	5.60	7.61	-0.05	0.44	-0.03	0.10	0.03	0.04	0.10	0.04	-0.06	0.10	-0.06	-0.07	0.01	0.08	-0.10	-0.25	0.01	-0.16	0.01	-0.10		
22 Tobin's Q (log)	0.33	0.79	-0.00	0.89	0.09	0.14	0.23	-0.00	0.12	-0.12	-0.11	0.15	-0.06	-0.21	-0.04	0.06	-0.06	-0.48	-0.33	-0.16	0.39	0.24	0.48	
23 Dividend yield	1.58	1.60	0.00	-0.34	-0.08	-0.07	-0.25	-0.00	-0.01	0.04	0.10	-0.15	-0.06	0.14	-0.05	0.01	0.18	0.23	0.41	0.07	-0.29	-0.40	-0.07	
24 Industry mean CEO incent. comp.	6.51	7.45	0.19	0.06	0.09	-0.06	0.06	-0.07	-0.06	0.07	0.04	-0.03	0.00	-0.02	-0.06	-0.08	0.03	0.10	-0.16	-0.02	0.13	0.23	-0.04	
25 Industry mean Tobin's Q	2.05	1.30	-0.05	0.56	0.06	0.06	0.12	-0.03	0.03	-0.08	-0.12	0.06	0.02	-0.06	-0.02	0.01	0.02	-0.38	-0.26	-0.09	0.43	0.19	0.23	

23 Dividend yield	-0.37
24 Industry mean CEO incent. comp.	0.14
25 Industry mean Tobin's Q	0.51

Comp.=compensazione; incent.=incentivi; correlazioni > 1.0341 sono significative a $p < 0.05$.

Fonte: P. Jaskiewicz, J. H. Block, J. G. Combs e D. Miller, *The Effects of Founder and Family Ownership on Hired CEOs' Incentives and Firm Performance*.

Tabella 5. Effetti delle variabili sul Log degli incentivi al CEO assunto

	Mean effect	Prob. of effect > 0 (%)
Independent variables		
Founder ownership	-3.72	6.38
Family ownership	6.06	99.96
Founder and family control variables		
Founder board presence	-1.23	0.12
Family board presence	-0.50	12.01
Family owner later generation	-1.74	0.00
Governance control variables		
CEO base pay (log)	0.52	100
CEO other pay (log)	0.01	65.82
Ownership by CEO	-21.46	0.00
Ownership by inst. investors	-0.50	15.93
CEO duality	-0.03	40.61
CEO tenure	-0.07	0.00
CEO compensation committee	0.56	98.05
Number of board meetings	0.05	61.12
Firm control variables		
Firm size	0.78	100
Firm age	0.80	96.83
Firm leverage	-0.08	6.30
R&D intensity	-1.26	28.05
Market risk	-0.55	0.00
ROA	-0.02	0.27
Tobin's Q (log)	0.71	100
Dividend yield	0.06	84.00
Industry mean CEO incentive compensation	0.05	100
N obs. (firms)		1,874 (335)
Obs. per firm: min., mean, max.		1, 5.6, 9

Fonte: P. Jaskiewicz, J. H. Block, J. G. Combs e D. Miller, *The Effects of Founder and Family Ownership on Hired CEOs' Incentives and Firm Performance*.

Tabella 6. Effetti delle variabili sulla “Q di Tobin”

	Model 1		Model 2	
	Mean effect	Prob. of effect > 0 (%)	Mean effect	Prob. of effect > 0 (%)
Independent variables				
Founder ownership	0.40	89.40	1.13	95.37
Family ownership	-0.20	22.02	-0.74	1.04
CEO incent. comp.	-0.01	21.01	-0.01	31.51
CEO incent. comp. × founder ownership			-0.15	7.49
CEO incent. comp. × family ownership			0.20	99.89
Founder and family control variables				
Founder board presence	0.23	100	0.24	100
Family board presence	-0.03	27.01	-0.03	32.62
Family owner later generation	0.08	90.26	-0.02	39.53
Governance and CEO control variables				
CEO base pay (log)	0.06	100	0.05	100
CEO other pay (log)	0.01	95.42	0.01	93.84
Ownership by CEO	1.49	98.91	1.87	99.73
Ownership by inst. investors	0.09	90.82	0.07	87.21
CEO duality	-0.00	44.57	-0.00	43.09
CEO tenure	0.00	57.52	0.00	59.64
CEO compensation committee	0.06	96.12	0.08	98.91
Number of board meetings	-0.02	14.20	-0.03	7.96
Firm control variables				
Firm size	-0.20	0.00	-0.20	0.00
Firm age	0.21	100	0.22	100
Firm leverage	0.00	55.69	0.00	58.99
R&D intensity	0.08	60.39	0.07	59.17
Market risk	-0.05	0.60	-0.05	0.63
ROA	0.00	92.14	0.00	93.99
Tobin's Q (in t_0) (log)	0.25	100	0.24	100
Dividend yield	-0.01	12.68	-0.01	12.45
Industry mean Tobin's Q (in t_0)	0.15	100	0.15	100
N obs. (firms)			1,874 (335)	
Obs. per firm: min., mean, max.			1, 5.6, 9	

Fonte: P. Jaskiewicz, J. H. Block, J. G. Combs e D. Miller, *The Effects of Founder and Family Ownership on Hired CEOs' Incentives and Firm Performance*.

7. CONCLUSIONI

Siamo partiti dal presupposto che il proprietario-fondatore dell'impresa e la famiglia proprietaria, spesso accomunati tra loro dalla teoria e trattati come un unico tipo di soggetto, in realtà differiscano non di poco nel modo di percepire l'impresa e, di conseguenza, di compensare il proprio *CEO* assunto; abbiamo anche preso in considerazione, in ciascun tipo di impresa, i cambiamenti che il passaggio da *CEO* fondatore (o familiare) a *CEO* assunto può comportare.

È emerso che, qualora il fondatore ricopra personalmente il ruolo di *CEO*, non avrà alcun bisogno di essere allineato alla sua stessa visione mediante incentivo, il quale (a meno di problemi di tipo “principale-principale” con altri *shareholders*) rimarrà pressoché nullo; l'assunzione di un amministratore delegato esterno comporterà invece l'utilizzo, anche se non elevato, di incentivi.

Per quanto riguarda la proprietà familiare, motivata da finalità socio-emotive, l'incentivo al *CEO* deve essere maggiore, sia per tutelare gli interessi degli *shareholders* non appartenenti alla famiglia, sia per tutelare l'amministratore stesso dalla pressione che la famiglia potrebbe esercitare.

Considerando anche l'alto grado di avversione al rischio caratteristica della proprietà familiare, a maggior ragione il *management* sarà la parte che spinge maggiormente alla crescita ed al cambiamento, ma in cambio dell'assunzione di tale rischio la proprietà sarà chiamata a riconoscere incentivi strettamente proporzionali al risultato economico raggiunto.

Inoltre, nel caso del fondatore abbiamo visto che la performance dell'azienda beneficerà del fatto che i compensi al *management* rimangano non troppo elevati, mentre per quanto riguarda la famiglia, una più alta compensazione è collegata ad un miglior risultato.

Alla luce di quanto detto, potremmo leggere i risultati ottenuti in chiave di efficienza; assumendo infatti che l'asimmetria informativa (e la necessità di risolverla mediante l'impiego di incentivi) costituiscano a tutti gli effetti un costo d'agenzia, e che i costi d'agenzia siano una delle imperfezioni del mercato, e che le imperfezioni di mercato siano di per sé causa di inefficienza, potremmo concludere che:

1) a parità di performance aziendale, ovvero assumendo che due *CEO* assunti possano portare le rispettive aziende (una a proprietà del fondatore e l'altra familiare) a risultati quantificabili

allo stesso modo, possiamo dedurre che il fondatore sia più efficiente rispetto alla famiglia poiché è in grado di affrontare un minor costo d'agenzia;

2) nell'impresa a proprietà familiare, per la quale l'assunzione del *CEO* comporta alti costi d'agenzia, non è del tutto scontato che affidarsi ad un *manager* esterno sia la decisione più efficiente; per poter analizzare la questione è necessario capire l'effettivo ammontare di competenze che egli può apportare in più rispetto al *manager* familiare (grandezza per altro non immediata da quantificare) e tradurla in effettivi flussi di cassa in entrata e benefici in termini di performance che è in grado di generare; la grandezza ottenuta va poi confrontata con il costo d'agenzia affrontato per l'assunzione e, se la prima sarà maggiore, allora il passaggio risulterà conveniente.

Potrebbe essere utile anche guardare al costo-opportunità che l'assunzione comporta in termini di risorse sottratte ad altri progetti, vale a dire al risultato che sarebbe possibile ottenere se lo stesso ammontare utilizzato in incentivi per un nuovo *CEO* fosse impiegato per finanziare un altro cambiamento di strategia (e cercando magari di supplire in altro modo al limite delle competenze del *manager* familiare).

In ogni caso, in un ambiente delicato come quello dell'impresa familiare, che lega soggetti appartenenti alla stessa famiglia e soggetti esterni, non è solo la grandezza monetaria ad avere importanza: fondamentale è anche, se si opta per l'assunzione, affidarsi ad un *manager* esterno che sappia rispettare la cultura familiare ed allo stesso tempo essere rispettato, di modo da integrarsi e creare una visione d'azienda attenta alla tradizione della famiglia ma anche aperta verso il più dinamico ambiente esterno.

BIBLIOGRAFIA

AIdAF, Le aziende familiari in Italia. <http://www.aidaf.it>.

Anderson, R.C., Reeb, D.M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301–1327.

Arthurs, J.D., Busenitz, L.W. (2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(2), 145–162.

Beatty, R.P., Zajac, E.J. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in Initial Public Offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 313–335.

Bebchuk, L.A., Fried, J.M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71–92.

David, P., Kochhar, R., Levitas, E. (1998). The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 200–208.

Gomez-Mejia, L.R., Haynes, K.T., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.

Hahn, J., Doh, J.P. (2006). Using Bayesian methods in strategy research: An extension of Hansen et al. *Strategic Management Journal*, 27, 783–798.

He, L. (2008). Do founders matter? *Journal of Business Venturing*, 23(3), 257–279.

Cassia, L., De Massis, A., Kotlar, J. (2012). Exploring the Effect of Family Control on the Characteristics of SMEs in Northern Italy. *International Journal of Engineering Business Management*.

McConaughy, D.L. (2000). Family CEOs vs. nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance. *Family Business Review*, 13(2), 121–131.

Pittino, D., Viganò, R., Zattoni, A. (2013). La retribuzione del top management: incentivi, carriera e *Governance*, 170.

Poza, E. J. (2007). *Family Business*, 85-127.