



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"CARATTERISTICHE E FUNZIONI DEL BOARD NELLE
SOCIETÀ QUOTATE"**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA SILVIA PILONATO

LAUREANDO: DAVIDE TAGAZZINI

MATRICOLA N. 1066516

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

Introduzione.....	3
Capitolo 1:.....	5
Board aziendale: una prospettiva descrittiva di ruolo, composizione, struttura	5
1.1 La Corporate Governance: un contesto ampio.....	5
1.2 Il Board of directors o CdA: struttura e funzioni.....	6
1.3 Il Board: caratteristiche principali.....	8
Capitolo 2:.....	10
Agency Theory: fondamento teorico e applicazione nei recenti studi	10
2.1 Fondamento teorico.....	10
2.1.1 Teoria dell'agenzia e origine del board	10
2.1.2 Strutturazione ottimale.....	12
2.2 Una sintesi degli studi degli ultimi anni.....	15
2.2.1 Meccanismi di controllo sul management (Agrawal e Knoeber 1996).....	15
2.2.1 Frodi di bilancio e composizione del board (Beasley 1996)	17
2.2.2 Ulteriori evidenze.....	18
Capitolo 3:.....	20
Stewardship Theory: base teorica e sviluppo applicativo.....	20
3.1 Pressione verso una nuova visione e tratti teorici	20
3.2 Sviluppo applicativo di studiosi e ricercatori.....	24
Conclusioni.....	27
Bibliografia.....	29

Introduzione

Termini come *Corporate governance* e *Board of directors* dominano oggi la scena organizzativa aziendale, in quanto elementi cruciali per le sorti dell'intrapresa. La buona gestione delle relazioni istituzionali ai vari livelli e la soddisfacente gestione dell'organo di governo principale delle imprese può portare notevoli benefici a un'organizzazione, non solo nel breve termine, ma soprattutto nel lungo termine, garantendo continuità dell'iniziativa imprenditoriale, compattezza e coerenza nelle relazioni interne e, di riflesso, in quelle con investitori e stakeholder. Il board è, in questo contesto, uno degli elementi di maggior rilievo, in quanto centro dei processi decisionali dell'azienda e luogo in cui viene indirizzato l'andamento di sviluppo della stessa. Le sue dinamiche di funzionamento, tuttavia, non possono essere definite a priori. Non solo: spesso sono dibattute anche le ragioni alla base della sua formazione. È proprio questa incertezza che spinge diversi studiosi a trattare il board nei propri lavori, sia con un approccio puramente teorico che introducendo evidenze empiriche; diverse sono le teorie che si sono sviluppate in questi anni in tal ambito e spesso gli studiosi aderiscono all'una o all'altra, cercando nei dati raccolti di fornire evidenze a favore di queste.

Il presente lavoro sarà essenzialmente *theory-oriented*, in cui verranno analizzati alcuni dei principali fondamenti teorici che hanno dominato la letteratura recente in materia di board. Queste teorie forniscono una visione propria dei caratteri rilevanti del board e descrivono come tale organo debba essere strutturato e sviluppato al fine di affrontare efficacemente le sfide che le relazioni tra i maggiori attori organizzativi pongono. In particolare verranno affrontate due delle principali prospettive teoriche, la teoria dell'agenzia e la *stewardship theory*. Non sono invece approfondite altre proposte teoriche, prima fra tutte la *resource dependence theory*.

Verranno mostrati alcuni studi internazionali che hanno utilizzato detti framework, evidenziando le implicazioni organizzative che da questi scaturiscono. Importante è invero mantenere una visione dinamica ed attenta all'evoluzione di un organismo mutevole come il board aziendale e comprendere le ragioni alla base di tali sviluppi. Troverà quindi conferma la complessità del funzionamento di tale organo di governo e delle determinanti che ne influenzano l'efficacia d'azione, così come la necessità di continuare nel percorso di ricerca tracciato dagli studiosi contemporanei, prestando sempre attenzione alle variazioni del contesto sociale ed istituzionale in cui le organizzazioni operano.

L'attenzione verrà concentrata sulle società (o corporation) quotate, pertanto imprese di dimensioni rilevanti, nelle quali è rinvenibile la separazione tra proprietà e controllo, fattore che costituisce la premessa per lo sviluppo e l'analisi del board aziendale come organo centrale. È inoltre la categoria di imprese sottoposta anche alla regolamentazione da parte della borsa valori presso cui è quotata. È quindi importante tener conto

anche dell'ambiente esterno in fase d'analisi del consiglio di amministrazione di tali imprese, ad esempio gli sviluppi delle normative dei Policymaker, i quali potrebbero prediligere – e sostenere – certe conformazioni di board rispetto ad altre; allo stesso modo un elevato grado di sviluppo del settore bancario potrebbe comportare una maggior diffusione di investitori istituzionali nelle diverse imprese, con conseguenti risvolti sulla governance e sul board aziendale delle stesse – come ricorda Pugliese (2008, p.129), infatti, “in genere investitori istituzionali hanno interesse ad avere propri rappresentanti negli organismi di governo e di controllo”.

Il primo capitolo fornisce un *overview* del board e delle principali caratteristiche e peculiarità che possiede. È un capitolo descrittivo, in cui vengono messi in risalto gli aspetti di maggior interesse per gli studiosi contemporanei, seguendo un approccio sì didattico, ma *ad hoc* per gli obiettivi propri di questo lavoro.

Successivamente, il capitolo 2 introduce l'Agency Theory, una delle teorie più influenti quando si parla di caratteristiche ottimali del board. Verranno sviluppate le motivazioni di fondo e la criticità che questa mette in rilievo, così come le implicazioni organizzative che ne scaturiscono.

Struttura analoga caratterizza il successivo capitolo (3), nel quale viene trattata la *Stewardship Theory*. Essa emerge in seguito al riconoscimento da parte di alcuni studiosi dei limiti che la teoria dell'agenzia ha. Nel capitolo 3 viene posto l'accento su un'attitudine umana diversa da quella illimitatamente razionale dell'Agency Theory e, partendo da questo nuovo approccio, è illustrata una teoria che per presupposti ed implicazioni organizzative si pone agli antipodi della prospettiva d'agenzia.

Capitolo 1:

Board aziendale: una prospettiva descrittiva di ruolo, composizione, struttura

Il Board aziendale è uno degli organi più rilevanti quando si parla di organizzazioni economiche ed in particolare di corporation quotate, in quanto si tratta del principale “organismo di governo aziendale”, ma non solo: questo “rappresenta un organo di governo che, attraverso l’adempimento dei ruoli assegnatigli in maniera efficace, garantisce il successo dell’impresa” (Pugliese, 2008, p.22). Tale connessione con l’esito positivo dell’intrapresa giustifica pertanto un’analisi approfondita della sua struttura e del suo funzionamento.

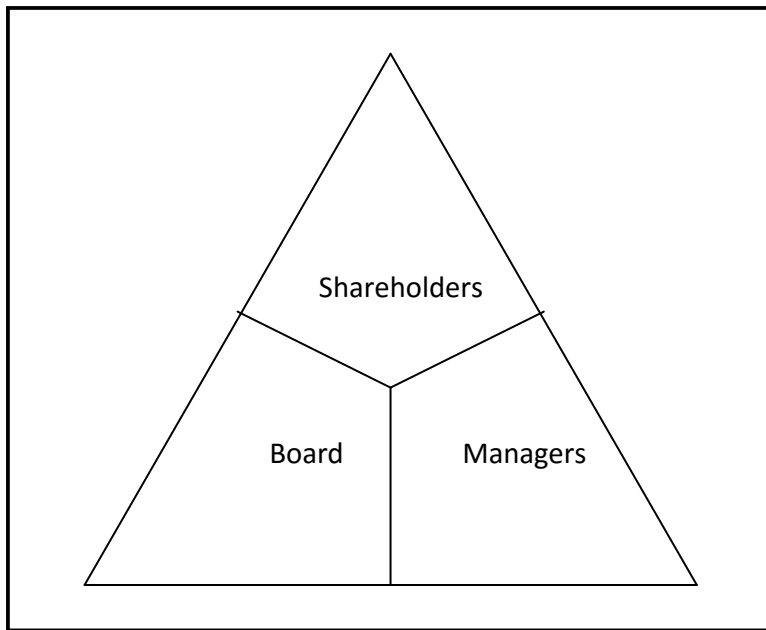
1.1 La Corporate Governance: un contesto ampio

Interrogarsi sulle caratteristiche del consiglio di amministrazione, quale che sia la sua configurazione, richiama anche concetti più ampi quali quello di *Corporate Governance*, intendendo con quest’ultimo riferirsi a “L’insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo [...] e di controllo [...] nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale” (Coda 1997, si veda Pugliese, 2008 p.30).

La *Corporate Governance*, pur costituendo un’area di studio assolutamente diffusa tra gli studiosi contemporanei, racchiude incertezza sin dal momento della sua definizione originaria. Infatti, diverse definizioni sono state proposte dagli studiosi, talvolta accentuando un particolare aspetto, talvolta escludendone altri: Pugliese A. (2008) riassume diverse definizioni, evidenziando proposte di visione più “ristretta” a più “ampia” a seconda dei diversi “approcci, contenuti e profili d’analisi” degli stessi studiosi (Pugliese, ibid. p.30).

Una delle definizioni proposte è particolarmente significativa in quanto ben esprime una componente critica, nonché l’aspetto su cui le teorie presenti nei prossimi capitoli si concentrano. Si tratta della definizione propria di Monks e Minow, che identifica la Corporate Governance come “l’insieme delle relazioni tra board of directors, owners e managers” (Monk e Minow, 2004; si veda Pugliese, 2008; struttura sintetizzata in Fig.1).

Figura 1. Definizione di Corporate Governance di Monks e Minow



Fonte: Pugliese A. (2008)

Sono infatti questi i tre attori principali su cui si fonda l'equilibrio proprio della governance aziendale. Infatti, in base alla definizione "ristretta" di Monk e Minow, il board aziendale, i manager e gli azionisti sono i tre attori chiave attraverso cui le *public company* sono strutturate e dirette (Monk e Minow 2011). "Every strategy, [...] every acquisition and divestiture, every decision about asset allocation, finance, joint ventures [...] and community relations is determined by some part of the system of corporate governance (Monk e Minow, *ibid.*, p.xviii) aggiungono gli stessi studiosi, a supporto dell'importanza rivestita da tale area di studio.

Questa relazione affronterà in particolare il primo, il *board of directors*, ponendo anche l'attenzione sull'interazione con le altre due compagini. Verranno sintetizzati i principali approcci teorici che tentano di spiegare la questione della strutturazione e delle caratteristiche ottimali che un board, volto alla massimizzazione dell'impatto benefico sul valore aziendale, si ritiene dovrebbe possedere.

Un primo passo per comprendere le successive teorie e il funzionamento del board è una breve introduzione descrittiva in cui gli aspetti salienti che lo caratterizzano sono messi in luce.

1.2 Il Board of directors o CdA: struttura e funzioni

Il board aziendale è l'organo di governo principale di un'impresa ed esso viene indentificato in Italia col nome di Consiglio di Amministrazione (CdA), mentre in termini inglesi è detto *Board of directors*. Si tratta

di un organo che acquista oggi giorno una rilevanza notevole in quanto fulcro dei processi di governo dell'impresa a cui appartiene. È inoltre oggetto di una crescente attenzione da parte di studiosi e ricercatori, volti sia a comprenderne a pieno e migliorarne il funzionamento, sia a individuare caratteristiche, composizione e struttura che siano di maggior profitto per l'azienda. Si tratta pertanto di un'entità sicuramente meritevole di un'analisi approfondita di fondamenti teorici ed opportunità applicative ad essa connesse.

Organo ormai necessario e allo stesso tempo obbligatorio nel contesto delle *corporation* - la sua presenza è infatti prescritta dalle normative societarie - il board aziendale è eletto direttamente dagli azionisti e nei loro interessi agisce e governa la vita economica dell'impresa. Si tratta quindi di un organo di rappresentanza degli *Shareholder* e, come delinea il "UK Corporate Governance Code" (Anon., Pinsent Masons, 2010, p.1), ha il compito di fornire leadership imprenditoriale, definizione della strategia, assicurare che le risorse umane e finanziarie siano disponibili per raggiungere gli obiettivi, revisione della performance del management, definizione dei valori e degli standard dell'impresa e assicurare che gli obblighi verso gli *Shareholder* e gli altri *Stakeholder* siano compresi e rispettati.

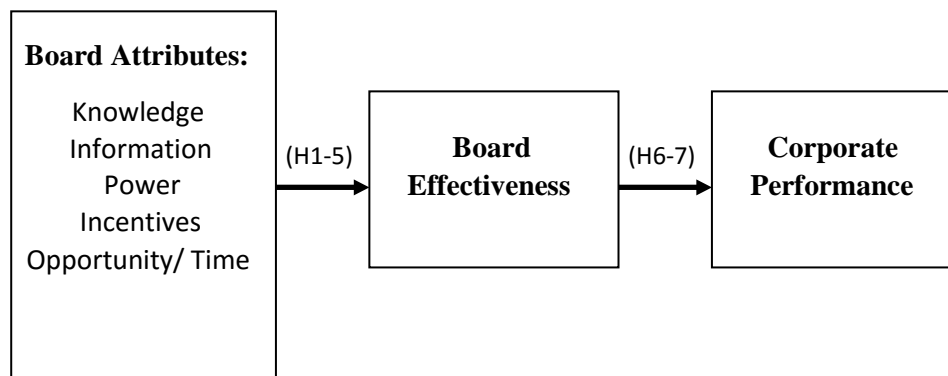
Per affrontare efficacemente tale varietà di funzioni, una struttura interna solida e delimitata è necessaria: a capo del board vi è il *Chairman*, figura che deve fornire leadership al board e saper sfruttare talento ed energia che ogni singolo *director* apporta (Deloitte 2014). Si tratta di un incarico che lo stesso Chief Executive Officer (CEO) – o Amministratore Delegato - può ricoprire, ovvero quel componente del CdA a cui è affidata la gestione operativa della società e l'implementazione della strategia d'impresa, definito da Drucker come "the link between the Inside that is the organization, and the Outside of society, economy, technology, markets, and customers" (si vedano Bandiera et al. 2011 e Lafley 2009). In alternativa alla situazione di *duality*, si può configurare un presidente del CdA indipendente dall'amministratore delegato. Il Chairman è inoltre coadiuvato da una serie di amministratori (*directors*), distinguibili tra esecutivi e non esecutivi: i primi sono manager dell'impresa, coinvolti quindi nella gestione operativa della società. Tra gli amministratori non esecutivi, invece, distinguiamo gli amministratori indipendenti (*Independent directors*), coloro che, come definito da New York Stock Exchange (NYSE), non hanno alcuna concreta relazione ("material relationship") con la società, né direttamente né come partner, shareholder, o amministratore di un'organizzazione che ha una relazione con la stessa (si veda NYSE 2016).

In un primo momento non vengono trattati temi quali composizione e struttura ottimali, in quanto, nel corso dei prossimi capitoli, saranno sviluppate le principali teorie che attribuiscono a una certa configurazione e a un diverso equilibrio tra tali amministratori, maggiore o minore profittabilità.

1.3 Il Board: caratteristiche principali

Indipendentemente dal fondamento teorico sottostante, alcuni studiosi (Payne et al. 2008) sviluppano un'analisi che lega caratteristiche del board aziendale – ovvero le qualità e gli elementi di vantaggio di cui essa gode – alla performance societaria: fanno ciò prendendo come riferimento gli studio di Mohrman et al. (1995) ed in particolare il modello di *team effectiveness*, il quale tratta diverse qualità dei gruppi più performanti, modello esteso al board aziendale da Conger et al. (2001. Si vedano Payne et al., *ibid.*, p.9). Il modello proposto è sintetizzato con la seguente figura:

Figura 2: Board Attributes, Effectiveness and Firm Performance



Fonte: Payne G. T. et al. 2008

Tale modello lega le qualità sintetizzate in figura 2 con la performance societaria attraverso la voce “Board effectiveness”: gli studiosi assumono una visione ampia di tale fattore, affidandosi in tal senso alla definizione di *board task performance* di Forbes e Milliken (1999, si vedano Payne et al., *ibid.*, p.4): “The board’s ability to perform its control and service tasks effectively”. In questo studio tale voce è valutata – utilizzando e combinando diversi indicatori attraverso una scala da 1 a 5 - dai director delle imprese studiate, ovvero le società quotate del *Fortune 1000*, i director delle quali sono stati interrogati in un survey condotto da Korn/Ferry International, che costituisce uno dei dati principali della ricerca.

Lo studio è sviluppato attraverso le ipotesi 1- 5 che legano le qualità menzionate all’efficacia, mentre le ipotesi 6-7 tracciano un collegamento con la performance. Una spiegazione ad hoc per ogni ipotesi è fornita a giustificazione della correlazione tra dette variabili. Elementi di contesto sono inoltre tenuti in considerazione: *industry structure* ne è un esempio – in tal senso sette categorie distinte di industrie sono costituite in sede di implementazione dei modelli di regressione proprio per evitare influenze “esterne” in quest’analisi – poiché differenze nel funzionamento del board e nella performance finanziaria tra diverse industrie potrebbero influenzare l’outcome dello studio e minarne la capacità di trarre conclusioni utili.

Gli attributi-qualità che caratterizzano il modello sono una conoscenza che sia in linea con le necessità dell'organizzazione; informazioni attuali e comprensive da una pluralità di fonti e prospettive; potere sufficiente per raggiungere decisioni indipendenti, così come per valutare e controllare il CEO; sufficienti incentivi, tipicamente ottenuti attraverso un sistema di ricompense per allineare gli interessi di *director* e compagine proprietaria; sufficienti opportunità e tempo per il board di preparare e completare gli incarichi (Payne G. T. et al., *ibid.*, p.10).

Questo modello non pretende certamente di esaurire una realtà in continua evoluzione come la dinamica del board aziendale, tuttavia vengono ritenuti aspetti rilevanti per il corretto funzionamento di un board così come può risultare utile tenerne conto in sede di simili analisi. Infatti, come trattato in maniera più dettagliata nella pubblicazione stessa, sono tratti descritti come in grado di incidere sull'efficacia del board, permettere il dispiegarsi delle attività proprie di questo organo – come menzionato in precedenza – in maniera rapida e reattiva all'ambiente esterno, condurre a “higher-quality strategic decisions” (Payne et al., *ibid.* p.18). Eventualmente tale efficacia si rifletterebbe a cascata positivamente sull'intero organismo economico, dando così luogo a una *corporate performance* elevata, misurata attraverso tre indicatori: “The financial performance measure used in the model was a scale of three separate measures of returns: return on assets (ROA), earnings per share (EPS), and return on sales (ROS).” (G. Tyge Payne, George S. Benson and David L. Finegold, 2009, p. 717).

Si tratta dunque di una realtà articolata, così come complesso è l'insieme di qualità e caratteristiche – discusso dai diversi studiosi – su cui far leva per incrementare la performance aziendale.

Non ci siamo soffermati tuttavia su un aspetto differente del board, ovvero la sua strutturazione, la sua composizione ottimale, in quanto essa è funzione del framework teorico attraverso cui la relazione tra azionisti e manager è intesa; nel caso della teoria dell'agenzia, per esempio, essa sarà conflittuale e porterà ad un'esigenza di controllo dei primi sui manager. Addirittura, gli studiosi Dan R. Dalton et al. (1998) affermano che non vi è una rilevante ed universale superiorità di una certa configurazione sulle altre, in quanto non solo gli studiosi hanno trovato evidenze nell'uno (quali Eisenhardt 1989; Ilaboya e Obaretin 2015 per l'Agency Theory) e nell'altro – o meglio, negli altri – senso (quali Donaldson e Davis 1997 per la Stewardship Theory), ma altri ricercatori hanno addirittura tratto conclusioni che non propendevano in nessuna specifica direzione (quali Frick e Bermig 2010; Bijalwan e Madan 2013).

Partendo da queste premesse, nei successivi capitoli verranno introdotti i principali approcci che sono stati identificati dalla letteratura internazionale per spiegare il funzionamento del board

Capitolo 2:

Agency Theory: fondamento teorico e applicazione nei recenti studi

L'Agency Theory ha conosciuto una notevole diffusione nella letteratura recente attraverso studiosi quali Fama e Jensen (1983), Eisenhardt (1989) e Shleifer e Vishny (1997) e attraverso il seguente capitolo saranno descritti non solo la teoria in sé, ma anche come tale framework teorico si innesta nel contesto del consiglio di amministrazione e della sua strutturazione.

2.1 Fondamento teorico

2.1.1 Teoria dell'agenzia e origine del board

Protagonisti nella teoria dell'agenzia sono il principale (azionisti) e l'agente (manager) ed essa si sviluppa a partire dall'assunto che tali attori operino in maniera razionale, cercando di massimizzare l'*outcome* personale, sia esso misurato in termini monetari o di altro genere. Donaldson e Davis (1991) descrivono l'uomo proprio della teoria dell'agenzia come "self-interested", individualista, puro calcolatore – e massimizzatore – di costi e benefici (una influenza in tal senso di McGregor 1960 è rinvenibile).

La teoria dell'agenzia descrive la presenza di due importanti problemi nelle relazioni principal-agent, ovvero quelli che emergono – per effetto dell'assunto sopramenzionato – quando gli obiettivi dell'agente differiscono da quelli del principal e per quest'ultimo è difficile o non conveniente controllare che l'agente stia effettivamente svolgendo il proprio lavoro adeguatamente, così come quando i due attori hanno una diversa propensione al rischio (Eisenhardt 1989). Questo causa costi d'agenzia, che si sostanziano in decisioni non ottimali per l'azienda da parte dell'agente, così come comprendono i costi legati a un controllo sull'operato di quest'ultimi (Jensen e Meckling 1976) in un tentativo di allineare i due profili e le loro funzioni di utilità – in tal senso Perrow (1986) afferma come la teoria dell'agenzia abbia evidenziato l'importanza di trovare incentivi adatti a perseguire tale allineamento.

Si tratta di problematiche importanti, soprattutto nel momento in cui ci si sofferma sulle società a proprietà diffusa, ovvero quelle società in cui le quote – o azioni – di capitale sono sparse tra un vasto numero di investitori ed operatori economici, sia persone fisiche che giuridiche. Essi non hanno conoscenze sufficienti né è per loro conveniente – in quanto a tale sforzo corrisponderebbe una minima percentuale degli effetti benefici connessi – impegnarsi attivamente nella gestione operativa e di controllo dell'impresa. Pertanto per gli shareholder emerge come necessaria la delegazione del potere decisionale ai manager per lo svolgimento

dell'attività d'impresa. Essendo entrambe le parti razionali, l'Agency Theory asserisce che i manager agiranno secondo la propria personale funzione di utilità, causando un disallineamento tra performance ottimale e performance effettiva. L'agente è spinto infatti da obiettivi che confliggono con quelli del principale, così come una diversa propensione al rischio (Pugliese 2008).

Tale problematica di base è spesso identificata col termine *Separation of ownership and control* e, proprio attraverso l'omonima ricerca, Fama E. e Jensen M. (1983) sottolineano come ciò sia anche conseguenza del fatto che i manager non sopportano direttamente il rischio connesso alle decisioni assunte. Esso ricade infatti sugli azionisti, in quanto proprietari dei diritti residuali sulla ricchezza prodotta; pertanto i manager saranno maggiormente *risk-seeking* di quanto una valutazione oggettiva di costi e benefici richieda. Inoltre, gli stessi Fama e Jensen forniscono un contributo utile in tal ambito analizzando in modo puntuale la struttura dei processi decisionali interni all'azienda e affermano che l'allocatione efficace di tali ruoli a diversi attori svolge un ruolo decisivo al fine dell'esito e della continuità dell'impresa. Le quattro fasi di detto processo sono: l'iniziazione, ovvero la fase in cui ha luogo una proposta circa un piano d'azione (sia esso in termini di stipula di contratti o soltanto una modifica dell'assetto interno); la ratifica, momento in cui viene approvata una certa decisione; l'implementazione, ovvero la messa in atto del processo; infine, il controllo, o monitoraggio, dei risultati.

Gli stessi studiosi raggruppano i primi due punti nella categoria *decision management* e, allo stesso modo, i rimanenti due in *decision control* e attraverso tale distinzione essi mostrano come in una situazione di decisioni assunte da attori che non sopportano il rischio d'impresa – rischio proprio degli shareholder – la separazione delle due componenti decisionali (*decision management* e *decision control*) sia necessaria in modo da non esporsi alla discrezionalità degli agenti.

Nel seguente passaggio Fama e Jensen adottano implicitamente una prospettiva d'agenzia e la propongono come linea guida, come punto di riferimento per una strutturazione dei processi aziendali, al fine di contenere il più possibile i problemi d'agenzia di cui discusso:

Individual decision agents can be involved in the management of some decisions and the control of others, but separation means that an individual agent does not exercise exclusive management and control rights over the same decisions. (Fama e Jensen, 1983, p.304)

La teoria dell'agenzia considera quindi proficua una separazione di tali componenti decisionali e una riduzione della discrezionalità dei manager: mentre a questi ultimi è affidato l'aspetto di *decision management*, si ritiene necessaria la costituzione di adeguate strutture ed organi in grado di governare il cosiddetto *decision control*: elemento di rilievo – come ribadiscono Fama e Jensen (ibid.) – è sicuramente una gerarchia decisionale marcata e definita, cosicché ogni attore del sistema-impresa è affidato alla supervisione e al controllo dei risultati da parte dell'agente posizionato al livello superiore dell'organigramma aziendale. Sistemi informativi e di controllo sono altrettanto importanti in modo da fornire il contenuto

informativo necessario per un controllo adeguato: si pensi al livello di dettaglio ottenibile oggi giorno attraverso sistemi informatizzati, fondati su database e strumenti ad hoc per ogni azienda.

Il punto su cui i due studiosi volgono l'attenzione in modo particolare è il board of directors, costituito come principale struttura di *decision control*. Essi possono e sono tenuti a ratificare, controllare e valutare l'operato dei manager, così come sospenderne i poteri e assumerne di nuovi (Fama e Jensen, 1983). Il board opera quindi affinché le decisioni dei manager riflettano la volontà degli shareholder e seguano una linea efficiente nel processo di creazione di valore. Detto in altri termini, come ricordano Donaldson e Davis (1991, p.50): "A major structural mechanism to curtail such managerial 'opportunism' is the board of directors".

2.1.2 Strutturazione ottimale

Una volta comprese le ragioni fondanti di tale organo, è possibile approfondire quale sia la sua struttura ottimale: composizione, numerosità e altre variabili sono funzione dei problemi esposti e sono valutati in base all'impatto benefico che essi apportano in merito alla capacità del board di fare da intermediario tra shareholder e manager, o meglio, da organo al servizio dei primi per un controllo capillare sui secondi.

Muth e Donaldson (1998) contribuiscono in tal senso a dare una visione globale sulle implicazioni derivanti dall'adozione delle due teorie prese in esame come riferimento; limitandoci per ora all'Agency Theory, forniscono un corpus organico di ipotesi che mettono in relazione ciascuna variabile del board alla performance aziendale.

È importante però fare un passo indietro, poiché tali ipotesi sono conseguenza di una prima implicazione connessa con l'Agency Theory: gli stessi studiosi introducono l'obiettivo da perseguire in tale contesto, ovvero la maggior indipendenza possibile del board aziendale dai manager (o dalle linee manageriali in generale), in quanto per effettuare un controllo serio e credibile è ritenuto, secondo la prospettiva d'agenzia, che il board non debba essere composto da una maggioranza di manager. Altrimenti il conflitto di interessi interno al board precluderebbe lo svolgimento efficace delle sue attività.

Partendo da qui, è possibile valutare singolarmente le variabili legate al board e fornire previsioni su come strutturare quest'organo e ottenere di qui la massima performance aziendale.

In primo luogo, in termini di composizione, una maggior proporzione di *non-executive directors* è benefica per l'impresa, poiché questi non hanno legami con i manager interni, differentemente dagli *executive directors* che sono essi stessi manager dell'impresa. Pertanto, è considerata difficile la presenza di conflitti di interessi tra i *non-executive directors* e gli esecutivi (manager) e, di qui, è ritenuto più credibile ed attendibile lo svolgimento dell'azione di controllo. In tal senso è valutata quindi positivamente l'autenticità del monitoring piuttosto che la facilità dello stesso (gli amministratori esecutivi, essendo coinvolti nella gestione day-to-day dell'azienda, potrebbero essere ritenuti atti a un tale controllo), proprio perchè è associabile a quest'ultima detto rischio di conflitti di interesse.

Inoltre, anche la figura del *Chairman* è tenuta in grande considerazione in questo studio, in quanto figura dominante del board e che fissa l'ordine del giorno. In particolare, parlando di *leadership structure* due possibilità possono verificarsi: i ruoli di Chief Executive Officer (CEO) e di Chairman appartengono a due persone separate; in alternativa una sola figura assume entrambe i ruoli. I due studiosi affermano che, secondo la prospettiva dell'Agency Theory, i due ruoli devono fare capo a due persone distinte. In tal modo, secondo Muth e Donaldson (ibid.) si ha un controllo più credibile, giacché chi organizza l'organo di controllo e chi è primariamente controllato sono figure distinte; detta separazione è ritenuta quindi idonea ad accrescere la performance finale.

Per quanto riguarda la dimensione del board, mentre Muth e Donaldson affermano che un board più ampio accresce la performance d'impresa, altri ricercatori in materia di teoria dell'agenzia, quale Jensen (si veda McColgan 2001, p.69), sottolineano che una maggior dimensione del board comporta maggior lentezza decisionale e scarsa reattività in situazioni che richiedono celerità; discutono inoltre che essa tende a inibire un'interazione critica tra membri del board portando più genericamente problemi in termini di *decision-making*.

Hermalin e Weisbach (2003) supportano inoltre tale visione, introducendo il rischio di *free-riding* da parte di amministratori all'aumentare della dimensione del board: questi, infatti, supportano la totalità dei costi legati agli sforzi di monitoraggio del CEO, mentre "ottengono" solo di una frazione dei benefici connessi a tale attività – e tale frazione si riduce all'aumentare del numero di director.

Muth e Donaldson, per contrasto pongono l'attenzione sul fatto che un board ampio è uno scudo contro i tentativi del CEO di dominare – o comunque esercitare una forte influenza – sullo stesso; in altre parole, un'ulteriore spinta verso l'indipendenza di tale organo dai livelli sottostanti (il management).

Un'evidenza empirica da parte di Chaganti, Mahajan e Sharma (1985) (citati in Muth e Donaldson 1998, p.8) supporta una relazione positiva tra le due variabili – *board size* e performance – affermando che le imprese non fallite tendono ad avere board più ampi di quelle che sono incorse in procedure fallimentari. È discussa e supportata pertanto una relazione inversa tra dimensione del board e fallimento dell'impresa e di qui una positiva tra la prima e la performance aziendale.

Affinchè il board svolga a pieno le funzioni per cui è costituito, vi dev'essere il maggior allineamento di interessi – tra board e shareholder – possibile: come è mostrato nello schema proposto, in una scala da 0 a 5, le tipologie di amministratori sono classificate in base al livello di allineamento con gli azionisti. Gli *executives* sono ritenuti avere il minor livello di allineamento, mentre al punto 3 ("No Ties") figurano gli *independent director*. Muth e Donaldson (1998) affermano che, secondo la prospettiva d'agenzia, si ha un elevato grado di allineamento quando anche lo stesso director è un azionista; al contrario emergono problemi rilevanti nel caso sia un manager. In tal senso è preferibile una maggioranza di director appartenenti alle categorie di fascia più elevata (ovvero caratterizzate da un maggior livello di conformità di intenti).

Figura 3: Grado di allineamento con la proprietà per categoria di amministratore

Level of Alignment	Director Category
Ownership Interest Alignment	5: Founder/Family Members Acting as Executives
	4: Shareholders w/Relevant Shareholding
	3: No Ties/No Relevant Shareholding
	2: Suppliers, Consultants
	1: Retired Executives
Management Self-Interest	0: Executives

Fonte: Muth M., Donaldson L., 1998

Ulteriori implicazioni che emergono sono che un'età media maggiore dei componenti del board comporta, secondo gli studiosi, una maggior capacità critica, di giudizio e maggior autonomia ed indipendenza decisionale: in altre parole i director sono più difficilmente influenzabili dal management. Per quanto concerne possibili influenze del gender sulla performance aziendale e sull'indipendenza del board, alcuni studiosi non trovano sufficienti evidenze nel senso di una relazione tra *gender diversity* e performance (Alvarado et al. 2011; Marimuthu 2009), mentre altri (quali Bathula 2008) sostengono una correlazione positiva tra queste: nonostante tale diversità può essere fonte di disaccordi, essa può portare a dinamiche e processi decisionali migliori all'interno del board (Latendre 2004. Si veda Bathula 2008, p.46).

Infine, sia il Greenbury Report (si veda McColgan, 2001) che gli stessi Muth e Donaldson (ibid.) associano una maggiore performance a board caratterizzati da mandati di durata inferiore, il primo menzionando il problema dei crescenti costi di *dismissal*, i secondi affermando che, se pur relazioni di lunga durata all'interno del board favoriscono una coesione e una rapidità decisionale maggiori, esse rischiano di creare una visione unica in cui l'amministratore in quanto individuo fatica a dare il proprio contributo critico; questo potrebbe riflettersi una potenziale limitazione del pensiero indipendente dello stesso director. Katz e Allen (1982) in tal senso affermano:

As employees adapt to increasing amounts of job stability, they may become less open and receptive to new and innovative approaches and procedures, preferring instead the predictability of their secure and familiar environments and the confidence which it brings.

É discusso quindi il rischio di sopprimere le abilità innovative e creative e favorire invece una stagnazione di idee e sistemi ed eventualmente supera i vantaggi derivanti da una coesione di intenti. Nel breve termine questi ultimi potrebbero essere dominanti, tuttavia in un'ottica di lungo termine l'analisi di costi e benefici sopracitata potrebbe condurre a una scelta differente.

In tal modo, un *overview* di quali sono le implicazioni organizzative dell'Agency Theory è stata offerta, sottolineando struttura di leadership, caratteristiche dei director, composizione del board e dimensione dello stesso. È una teoria che mostra e discute le problematiche e i punti critici della relazione tripartita shareholder-board-manager e predispone l'individuazione da parte degli studiosi di utili strumenti, così come strategie per porvi rimedio.

Nei seguenti paragrafi saranno presi in esame studi che nell'ultimo decennio hanno adottato implicitamente o esplicitamente la prospettiva d'agenzia. Dopo un adeguato inquadramento teorico, è possibile quindi apprezzare l'ampiezza delle opportunità e degli spunti applicativi che tale teoria offre.

2.2 Una sintesi degli studi degli ultimi anni

2.2.1 Meccanismi di controllo sul management (Agrawal e Knoeber 1996)

Innumerevoli sono gli studiosi che negli ultimi anni hanno adottato la visione propria della teoria dell'agenzia come punto di partenza per una ricerca in diversi campi della corporate governance. In questa parte finale del capitolo verranno prese in considerazione alcune di questa ricerche, senza pretendere di esaurire od avere una copertura di tutti gli aspetti trattati nella letteratura recente, cercando tuttavia di fornire un'idea di come l'Agency Theory sia riuscita ad influenzare gli approcci di ricerca contemporanei.

Agrawal et al. (1996) riconoscono la presenza all'interno delle organizzazioni economiche di problemi d'agenzia e ricercano attraverso analisi empiriche di identificare i migliori strumenti e meccanismi per minimizzare i costi che emergono per effetto di tali problemi, nonché per massimizzare la performance aziendale.

Vengono presi in esame sette meccanismi attraverso cui l'impresa può effettuare una qualche forma di controllo del management e attraverso successive analisi è valutato l'effettivo impatto benefico di questi, sia singolarmente che combinandoli in una più ampia articolazione.

I sette meccanismi sono partecipazioni azionarie dei manager; partecipazioni azionarie di istituzioni; presenza di grandi *blockholder*; l'utilizzo di outside director; l'utilizzo del debito, meccanismo in base al quale ci si affida al mercato dei capitali per la valutazione della performance dei manager (Agrawal e Knoeber *ibid.*), così come ci si affida anche agli istituti di credito che detengono obbligazioni per un valore rilevante per il controllo del management – ; il mercato del lavoro manageriale e, infine, il mercato del controllo societario.

Mentre i primi sono conseguenza diretta di scelte strategiche dell'impresa, o quantomeno variabili interne all'azienda, l'utilizzo del debito e i mercati del lavoro manageriale e del controllo societario sono considerati dagli stessi studiosi come meccanismi che fanno affidamento ad attori esterni per il monitoraggio dei manager.

Il primo strumento tenta di risolvere alla radice i problemi d'agenzia, rendendo gli stessi manager azionisti della società e quindi sovrapponendo completamente gli obiettivi degli azionisti a quelli degli amministratori. I successivi due hanno come obiettivo quello di affidare il controllo a parti che, per effetto dell'ammontare di azioni che detengono, hanno un forte interesse a monitorare "personalmente" l'operato dei manager. Allo stesso modo, quando il debito diventa consistente, spesso sono gli stessi istituti di credito a voler operare un controllo diretto e controllare in tal modo il proprio "investimento" nella società. Il mercato del lavoro manageriale può eventualmente fungere da incentivo per i manager ad operare in modo profittevole e ottimizzare gli *achievement* aziendali, mostrandosi come ottimi candidati ai datori di lavoro in tale settore. Infine, l'ultimo strumento è legato al rischio di rimozione dei manager che deludono le aspettative in termini di performance.

Per l'analisi di questi elementi, sono state prese in considerazione le 800 più grandi società (quotate) statunitensi, dati ottenuti da Forbes (1988) e attraverso lo studio della relazione tra meccanismi di controllo e tra quest'ultimi e la performance aziendale, gli studiosi affermano che, poiché i detti meccanismi sono interdipendenti – l'uso di uno strumento dipende quindi dall'uso degli altri – non è stato possibile trarre conclusioni circa le conseguenze *ceteris paribus* della variazione un unico strumento sulla performance. Implementando regressioni OLS è possibile però ottenere relazioni positive tra gruppi di variabili e la profittabilità aziendale. L'esempio con evidenza maggiore è stato rinvenuto in partecipazioni azionarie dei manager, outside director, debito e attività di controllo societario. In questo caso, tuttavia gli ultimi tre elementi dei quattro appena menzionati sono risultati negativamente correlati con la performance societaria. Si tratta di risultati inaspettati per gli studiosi, i quali cercano di motivare tale aspetto parlando di costi indiretti conseguenti all'uso di ognuno di questi meccanismi (Agrawal e Knoeber, *ibid.*). Ad esempio, citando Knoeber (1986, si veda Agrawal e Knoeber, *ibid.*, p.381), questi cercano di giustificare detta correlazione negativa del mercato del controllo societario menzionando i seguenti costi: "the greater cost of internal contracting when a more active market for corporate control makes shareholder assurances to manager less credible". L'utilizzo del debito potrebbe a sua volta minare la performance per effetto di costi del debito, tuttavia, in definitiva, Agrawal e Knoeber (1996) faticano ad ottenere sufficienti motivazioni alla base di tali evidenze, lasciando aperto il dibattito in tal senso. D'altro canto, tentano di estendere il modello, in modo da considerare più variabili nella regressione.

Espandendo ulteriormente il modello fino a comprendere la totalità delle variabili, le correlazioni evidenziate in precedenza non sono più "statisticamente significative": tale risultato è parzialmente in linea con le attese di Agrawal e Knoeber. Come essi affermano nella ricerca, infatti, se tali meccanismi sono scelti in maniera ottimale – e nel caso in cui l'influenza di differenze ambientali è eliminata o non collegata a detti meccanismi - non dovrebbe esservi alcuna relazione tra l'uso di quest'ultimi e la performance societaria (Agrawal e Knoeber, *ibid.* p.382). Risultato solo "parzialmente" in linea con quanto Agrawal e Knoeber si aspettavano, in quanto sottolineano l'effetto negativo degli outside director, evidenza ritenuta inaspettata e che provano a giustificare asserendo che un'espansione non profittevole del board potrebbe derivare da ragioni politiche o sociali; spesso infatti vengono inseriti politici, rappresentanti di organismi a protezione dell'ambiente o

rappresentanti dei consumatori e ciò potrebbe non produrre un surplus per l'azienda, ma anzi, in taluni casi ne limiterebbe l'operato e di qui i profitti. Si tratta di risultati che non esauriscono un fenomeno complesso ed eterogeneo, anche alla luce degli indicatori di performance scelti. Un'attenzione eccessiva al profitto di breve periodo potrebbe non tenere conto di possibili opportunità di sviluppo future e di qui dare luogo a risultati incerti, che non misurano efficacemente le dinamiche e il funzionamento del board.

Numerosi sono gli studi che cercano di trovare una connessione tra composizione e struttura del board e la performance aziendale, elemento – quest'ultimo – suscettibile di diverse interpretazioni. Non variano solamente le ipotesi e le variabili dipendenti da ricerca a ricerca, ma anche la variabile indipendente *firm performance*. Diversi sono infatti gli indici o i valori che possono essere presi in considerazione: lo studio di Agrawal e Knoeber utilizza l'indicatore più diffuso, la *q* di Tobin, ovvero il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa e il costo di sostituzione degli asset della stessa; altri studiosi contemporanei quali Bonn, Yokishawa e Phan (si veda Shakir R. 2008, p.4) utilizzano il *market-to-book ratio* e il ROA; altri ancora (Klein 1998; si veda Ilaboya e Obaretin 2015, p.285) esprimono la performance come variazione del valore di mercato dell'*equity*.

Sono tuttavia frequenti anche gli studi che legano la conformazione del board ad altri elementi, talvolta più specifici e mirati; talvolta si tratta di variabili associabili in ultima istanza alla performance, tuttavia si pongono ad un livello intermedio tra performance e *board structure*, ponendo l'accento su un determinato aspetto della vita economica dell'organizzazione.

2.2.1 Frodi di bilancio e composizione del board (Beasley 1996)

Studio che mette in rilievo un particolare aspetto societario differente dalla performance – ma ad essa eventualmente legato – è quello di Beasley (1996) che sviluppa la tematica delle frodi di bilancio, cercando di trovare una connessione tra queste e la composizione del *board of directors*. Qui non si cerca di massimizzare la performance aziendale in termini di profittabilità; gli sforzi sono bensì rivolti a limitare quanto possibile i rischi di un reato nocivo per la società come quello oggetto d'analisi. Senza entrare nel dettaglio degli *auditing standards*, l'autore sottolinea come gli indicatori di frode contabile non menzionino alcuna caratteristica del board come elemento di possibile influenza sulla capacità di controllo del management per la prevenzione di tale frode. Con tale studio cerca pertanto di fornire evidenze empiriche che possano indurre a miglioramenti di tali standard e che possano essere utili ai revisori contabili per identificare fattispecie in cui il rischio del detto reato è maggiore (Beasley, *ibid.*).

Anche qui attraverso una regressione cross-sectional, 150 imprese statunitensi simili in quanto a dimensioni, industria, connotazioni temporali – sono state analizzate, in metà delle quali è avvenuta una frode di bilancio. Attraverso questo metodo è emersa una correlazione tra le due variabili, probabilità di frode e una specifica caratteristica della composizione del board. Più in dettaglio, i dati sembrano supportare la predizione iniziale che affermava una relazione negativa tra la prima e la proporzione di outside director. Una maggior

proporzione di questi – riprendendo dal framework teorico degli studi di Fama e Jensen (1983) – è ritenuta infatti dallo stesso Beasley consentire un grado di controllo più elevato sul management. La ricerca non si ferma alla sola proporzione degli outside director: Beasley pare riscontrare infatti anche correlazioni negative tra probabilità di frode e livello di partecipazioni azionarie e durata del mandato degli outside director, così come una positiva con il numero di posizioni analoghe assunte in altri board. Sono risultati ritenuti da Beasley consistenti con il framework teorico di riferimento – la teoria dell’agenzia – ed in particolare con la visione della stessa teoria secondo la quale un maggior livello di partecipazioni azionarie degli outside director incentiva gli stessi ad un controllo più rigido del management, così come un mandato più lungo è ritenuto accrescere l’abilità di un monitoring efficace; l’ultimo risultato discusso da Beasley è basato sull’idea che ruoli in altri board distraggono gli outside director dalle loro responsabilità di controllo (Beasley, *ibid.*).

L’Agency Theory è utilizzata da questo autore come cornice teorica della ricerca. Ogni variabile analizzata vi è legata ed ogni sforzo di ricerca è volto a ridurre il rischio di *financial statement fraud* attraverso un’azione di monitoring: l’obiettivo principale dello studio è infatti quello di favorire una modifica degli standard di revisione e, in ultima istanza, fornire ai revisori contabili strumenti più efficaci per eseguire i controlli delle partite di bilancio. Tra le diverse motivazioni che propone per spiegare in termini teorici la relazione ipotizzata, meritevole di attenzione è quella di Fama e Jensen (*ibid.*; si veda Beasley 1996, p.446), in cui gli outside director sono fattori positivi in termini di controllo in quanto è per loro necessario essere performanti al fine di mantenere alta la propria reputazione come director: il mercato infatti prezza i servizi degli outside director in base alla loro performance effettiva in tal ruolo. Gli amministratori esterni risponderebbero così, secondo questa prospettiva, alle esigenze degli shareholder in materia di controllo e di vigilanza sull’operato manageriale al momento della redazione del bilancio d’esercizio.

2.2.2 Ulteriori evidenze

Sempre a supporto delle proprie ipotesi, Beasley ricorda che anche talune borse valori internazionali riflettono la sua prospettiva d’analisi – la prospettiva d’agenzia – e, in un tentativo di rendere le “proprie” società quotate sicure ed esenti da rischi di frodi contabili (per attirare a sé il maggior numero di investitori), introducono requisiti stringenti in termini di composizione dell’*audit committee*. Il New York Stock Exchange (NYSE) stabilisce addirittura che le società abbiano un comitato composto esclusivamente da director indipendenti. Molte altre, pur senza veri e propri obblighi, incoraggiano una maggioranza di *independent director* in tale organo.

Ulteriore – ed ultimo per il presente studio – elemento che può mostrare come l’Agency Theory abbia raggiunto un rilevante grado di diffusione a livello internazionale è il sondaggio che PricewaterhouseCoopers effettua su base annuale, evidenziando nuove tendenze, evoluzioni e dinamiche di taluni caratteri e variabili del board di numerose imprese internazionali (PricewaterhouseCoopers, 2015). Ai director di tali aziende sono state chieste opinioni su diversi aspetti della vita aziendale, tuttavia un punto in cui è rinvenibile un

legame con la teoria dell'agenzia è relativo alla *leadership structure*, ovvero la scelta se mantenere i ruoli di CEO e di Chairman separati o se farli convergere nella stessa persona.

Nel *survey* 2015 è infatti emerso che il cinquantatré per cento dei director interrogati afferma che la propria società mantiene i due ruoli divisi e che un quarto delle società facenti parte la seconda categoria – quella in cui i ruoli di CEO e Chairman sono unificati – mira a dividerli in futuro. Si tratta di una tendenza in crescita: rispetto al 2014 vi è un incremento del due per cento in termini di società con struttura unitaria; variazione che, visto l'ampio numero di imprese interrogate, non è trascurabile e può essere rilevante ed utile per il presente studio. Tale dato può essere interpretato attraverso la prospettiva d'agenzia, secondo la quale – per esigenze di controllo – la separazione dei due ruoli è auspicabile al fine di incrementare la performance. Utile è quindi tenere in considerazione questa teoria nel momento in cui si discutono fenomeni e tendenze, quali quella oggetto d'analisi.

In una sezione del sondaggio maggiormente rivolta alle prospettive soggettive dei singoli director, emerge inoltre una visione a favore della diversità all'interno del board; in particolare, è quasi totalitaria la proporzione di amministratori che considera tale attributo come importante e come mezzo per ottenere un board più efficace nelle sue componenti operazionali. Nonostante la connessione con una visione puramente di parte non è netta, è possibile spiegare tale affermazione in termini di Agency Theory, poiché diversità nel board è ritenuta fonte di maggior dinamicità e confronto critico di idee, così come maggior indipendenza del board dai tentativi del CEO di indirizzarne le decisioni e gli assunti di base.

Non si tratta tuttavia della sola teoria presente nel mondo della corporate governance; anzi, come verrà introdotto nei successivi capitoli, la letteratura in materia non è dominata dal “monopolio” della teoria dell'agenzia, bensì grande spazio hanno ottenuto in questi anni teorie antagoniste, in primis la teoria dell'amministrazione (meglio nota come Stewardship Theory).

Capitolo 3:

Stewardship Theory: base teorica e sviluppo applicativo

Un'importante teoria che si è sviluppata gradualmente come reazione alla teoria dell'agenzia è la Stewardship Theory, prospettiva che, a partire da una nuova figura – quella dello *steward* – pone le basi per nuove implicazioni organizzative in materia di corporate governance e, più specificatamente, a livello di board aziendale.

3.1 Pressione verso una nuova visione e tratti teorici

La teoria dell'agenzia delinea un contesto organizzativo in cui ogni suo attore cerca di perseguire la massima utilità privata possibile; è fondato sul concetto di “comportamento opportunistico” del management – come afferma Williamson (si vedano Donaldson & Davis 1991, p.50). In seguito all'affermazione dell'Agency Theory, tuttavia, è emerso il bisogno da parte di taluni studiosi di riconsiderare gli assunti alla base dell'interpretazione dei fenomeni e delle dinamiche attorno alla figura del consiglio di amministrazione. Pastoriza e Ariño (2008) menzionano diversi studiosi facenti parte questo gruppo, tra i quali emergono Nahapiet, Gratton e Rocha (2005), i quali discutono che di rado i manager rispecchiano il modello che l'Agency Theory delinea; anzi, affermano che questi sono più propensi a ricercare relazioni di cooperazione all'interno dell'azienda e vedono queste come un modo per costruire un valore aziendale duraturo. La loro azione, tuttavia, è ritenuta essere limitata da una struttura che si rifà a una teoria fondata sull'assunzione di opportunismo manageriale e la conseguente necessità di controllo. Propongono perciò una revisitazione delle basi a partire da cui intendere le relazioni aziendali interne. Allo stesso modo, Donaldson (2005), rispondendo allo spunto di Ghoshal, sostiene alcuni punti sottolineati da quest'ultimo, ovvero la necessità di “sviluppare una visione più positiva dei manager” ed ammettere che questi hanno motivazioni ed impulsi *pro* organizzazione: sostiene che l'implementazione dei meccanismi di controllo della teoria dell'agenzia comporterebbe solamente frustrazione ed eccessivi rallentamenti nell'operato del management. Quest'ultimo si vedrebbe eventualmente ostacolato da un board per lo più indipendente e che, non essendo coinvolto nella gestione day-to-day dell'azienda, potrebbe non comprendere a pieno le reali necessità contingenti dell'organizzazione. (Donaldson 2005, p.109). Questi sono solo esempi recenti – successivi cronologicamente ai primi sviluppi della Stewardship Theory – di una tendenza che si era manifestata già anni prima, con studiosi quali Frank (1994), Hirsch, Michaels e Friedman (1987) e Doucouliagos (1994).

Quest'ultimo, ad esempio, mette in discussione le assunzioni della teoria dell'agenzia in quanto non ritenute rappresentative della complessità dell'essere umano e delle sue motivazioni ad agire (Doucouliagos 1994, si vedano Davis, Shoorman e Donaldson 1997, p.20).

È dunque visibile come, per alcuni ricercatori, stia emergendo la ricerca di un nuovo riferimento da cui partire, così come una nuova idea di relazioni all'interno dell'impresa.

La Stewardship Theory si innesta in questa situazione di necessità e, facendo riferimento al lavoro di studiosi quali McGregor (1960) per quanto concerne gli aspetti comportamentali dei manager, emerge come approccio sociologico e psicologico alla corporate governance (Davis, Shoorman e Donaldson 1997). Essa viene proposta da Davis, Shoorman e Donaldson come incentrata sul manager come *steward* piuttosto che come agente: le loro motivazioni sono repute in linea con quelle degli azionisti e, in tale prospettiva, i manager perseguono la massimazione del valore aziendale. Essendo stimato un allineamento tra dette categorie di attori organizzativi, la necessità di controllo tende a perdere quel ruolo centrale attribuitogli dall'Agency Theory. In altre parole, tende a svanire quella conflittualità tra gli interessi del management e quelli degli azionisti, favorendo lo sviluppo di funzioni nuove in capo al consiglio di amministrazione. Secondo Pastoriza e Ariño (2008) le motivazioni degli *steward* sono collettive, piuttosto che individuali, in quanto riconoscono che il perseguimento dell'ottimo aziendale comporta un valore superiore, "non facilmente quantificabile" rispetto all'implementazione di una strategia di *cheating*.

Fattori psicologici e situazionali favoriscono lo svilupparsi di un rapporto *steward-principal*, quali l'impulso alla soddisfazione di bisogni di ordine superiore, che Maslow (si veda Davis, Shoorman e Donaldson 1997, p.28) identifica con i bisogni di autorealizzazione e stima. È sostenuto da diversi studiosi che lo *steward* sia spinto non solo da interessi monetari e quantificabili, bensì anche da motivi quali il bisogno di autorealizzazione, la soddisfazione intrinseca per una performance eccellente (Muth e Donaldson 1998) e le opportunità di crescita professionali. È inoltre posto l'accento sul fatto che gli *steward* si identificano con l'azienda e i suoi valori, processo che Donaldson e Davis (si veda Bathula H. 2008) descrivono come "merging of individual ego and the corporation".

Utile è il contributo di Donaldson e Davis (1991), i quali affermano che, alla luce di tale naturale allineamento di obiettivi, il problema – o meglio, la sfida – è costituire una struttura organizzativa che faciliti il lavoro degli *steward* verso la massima performance aziendale. Mettono quindi in discussione le esigenze di rigidità, limitazioni, controllo, proponendo invece una strutturazione gli organi di governo tale da stimolare, favorire la libertà d'azione dei manager e potenziare gli impulsi degli stessi verso l'*optimum*.

Coerentemente con gli obiettivi di questo studio, l'attenzione verrà concentrata su una strutturazione ottimale del board aziendale, senza però dimenticare che le implicazioni derivanti dalla Stewardship Theory possono estendersi in ogni ambito aziendale. Lavoro rilevante in tal senso è quello di Muth e Donaldson (1998), i quali sottolineano che in una prospettiva di Stewardship Theory la separazione tra proprietà e controllo e il conseguente affidamento della gestione (operativa) societaria al management possono costituire elementi

positivi per l'organizzazione, in quanto permette di affrontare in maniera efficace la complessità aziendale delle corporation moderne. Di qui, la presenza del *board of directors* non è più intesa in termini di monitoring, bensì sviluppa una funzione di “managerial empowerment”, ovvero coordinare e mettere i manager nelle condizioni ottimali per agire da steward nell'interesse della società (Muth e Donaldson 1998, p.6). È attraverso gli sviluppi di una teoria incentrata sulla figura dello *steward* che paiono emergere motivazioni e funzioni nuove in capo al consiglio di amministrazione. Autonomia fondata sulla fiducia, come sintetizza Bathula (2008), è il concetto alla base di detta teoria, nonché l'obiettivo da perseguire per una strategia volta a minimizzare costi di controllo e massimizzare l'impatto in termini di performance. Per ottenere tale risultato la Stewardship theory suggerisce che il board debba conseguire il maggior grado di integrazione con il management, ovvero di dipendenza dallo stesso. “[...] insider dominated boards are favoured for their depth of knowledge, access to current operating information, technical expertise and commitment to the firm” (Muth e Donaldson 1998, p.6).

Attraverso la chiave di lettura della Stewardship Theory, notevoli sono gli impatti sulla strutturazione ottimale del *board of directors* e, in un'ottica ampia, si instaurano in un tipo di progettazione degli organi di governance opposto ai concetti suggeriti dalla teoria dell'agenzia. Infatti, la performance aziendale è considerata potenzialmente maggiore, quando la dipendenza del board dal management è elevata. Riprendendo le stesse variabili utilizzate da Muth e Donaldson (1988) anche per quanto concerne l'Agency theory, i due studiosi asseriscono che, attraverso il framework teorico della Stewardship Theory, la dualità del CEO – ovvero una *leadship structure* unitaria – accrescerebbe la performance, in quanto favorisce lo svilupparsi di fiducia, così come la libera progettazione ed implementazione della strategia d'impresa migliore. Diversi studiosi legano l'abilità di conseguire una performance superiore alla misura in cui il CEO è in grado di svolgere il proprio ruolo in maniera incontrastata (Donaldson e Davis, 1991. p.52). Conseguentemente all'adozione della Stewardship Theory, concentrare potere, autorità e legittimazione ad agire nella stessa persona è considerata quindi una strategia organizzativa atta a produrre risultati positivi per l'impresa. Huse (2007) aggiunge che tale soluzione fornisce maggior unità di direzione e maggior potere (per perseguire gli obiettivi aziendali).

Dal punto di vista della composizione del board, una maggior proporzione di *executive director*, ovvero di amministratori che svolgono anche un ruolo di manager nella società, è ritenuta accrescere l'outcome finale per effetto di “depth of experience, technical expertise and ease of communication” (Donaldson e Davis 1991). Una strutturazione di questo tipo accresce la dipendenza del board dal management e ciò può quindi influire – in base all'idea che un maggior grado di dipendenza si rifletta potenzialmente in una performance maggiore – sulla profittabilità d'impresa. Caratteristiche di questo tipo di conformazione del consiglio di amministrazione sono sostenute essere coesione, speditezza gestionale ed elevata conoscenza delle specifiche necessità aziendali, proprio perchè i director sono calati nel contesto operativo quotidiano come manager ed interagiscono tra loro con maggior frequenza.

Un'ulteriore variabile discussa è la dimensione del board: essa è considerata inversamente legata alla performance, in quanto un numero ridotto di amministratori renderebbe il consiglio più compatto e coeso in termini di comunicazione e di speditezza decisionale, favorendo una migliore cooperazione tra membri del board. Ipotesi sostenuta da studiosi quali O'Reilly, Caldwell e Barnett (1989), secondo i quali un'eccessiva numerosità nei gruppi porta eventualmente alla creazione di fazioni, che causano conflittualità e minano l'efficacia complessiva (Muth e Donaldson 1998).

In termini di età media dei director, mentre le implicazioni derivanti dall'Agency Theory suggerivano un'età media elevata, con la Stewardship Theory, è adottato un approccio differente. Significativo è in tal senso l'apporto di Muth e Donaldson (1998), i quali supportano la scelta di componenti più giovani argomentando che, mentre nella prospettiva d'agenzia amministratori meno giovani favorivano un miglior controllo sul management, secondo il framework della Stewardship Theory una maggior inclinazione conservativa di un board con un'età media maggiore comporterebbe un'eccessivo controllo sui manager e ne limiterebbe la capacità di cogliere opportunità imprenditoriali a vantaggio dell'impresa..

Così come nella teoria dell'agenzia, un maggior allineamento di interessi tra board e azionisti incrementa il valore aziendale (Muth e Donaldson *ibid.*), tuttavia la classificazione delle categorie di director in base al grado di allineamento è in questo caso opposta, rovesciata rispetto all'Agency Theory: gli *executive director* mostrano pertanto il maggior grado di allineamento in quanto *steward* e, di qui, è supportato un maggior numero di questi nel consiglio di amministrazione.

Infine, mandati di durata maggiore sono ritenuti essere fattori positivi per la performance aziendale. Chamberlain (2010, si vedano Dagsson e Larsson 2011) tenta di motivare tale relazione affermando “the accumulated learning and power effects of long tenure enables directors to be more effective”. Gli stessi Dagsson e Larsson aggiungono che una durata maggiore è associabile ad una più profonda conoscenza dell'impresa e del suo ambiente. Allo stesso modo, Muth e Donaldson (1998) supportano tale ipotesi ricordando la capacità di raggiungere decisioni con maggiore rapidità – per effetto di precedenti esperienze condivise – e una maggior fedeltà all'organizzazione, fattori che vanno a vantaggio dell'abilità del CEO di mettere in pratica le iniziative imprenditoriali e strategiche ed accrescere la performance complessiva.

Sono implicazioni organizzative sostenute e dibattute allo stesso tempo (Kiel e Nicholson 2003) e, vista la loro natura diametralmente opposta all'Agency Theory, mostrano come in materia di corporate governance la strutturazione ottimale del board sia un elemento non oggettivamente definito, dipendente dal framework teorico a cui si fa affidamento. Numerosi sono gli elementi presi in considerazione quando si parla di *board composition*, così come diversi sono i *framework* teorici adottati per spiegarne gli effetti sulla performance (Dagsson e Larsson 2011).

In definitiva, la strutturazione ottimale del board è un tema dinamico suscettibile di variazioni e modifiche per effetto delle sempre nuove ricerche messe a punto dagli studiosi contemporanei. Un campione di queste viene quindi presentato a vantaggio della Stewardship Theory e a supporto delle considerazioni fatte.

3.2 Sviluppo applicativo di studiosi e ricercatori

Diversi studiosi, in prima battuta, hanno ricercato evidenze a favore di una visione del board riconducibile al framework della Stewardship Theory. In tal senso, Kesner (1987, si vedano Dalton et al. 1998) pare riscontrare una correlazione positiva tra la proporzione di *inside director* e i rendimenti degli investitori attraverso l'analisi delle imprese del Fortune 500. Sempre in relazione a tale categoria di amministratori, Düztaş (2008) sostiene un impatto positivo di detta tipologia di director su elementi quali pianificazione strategica, *crisis management* e l'abilità di coadiuvare il CEO – si ricordi in tal senso l'*empowerment* del management sopradescritto – .

Altri ricercatori hanno utilizzato un approccio empirico per confrontare Agency Theory e Stewardship Theory e ricercare evidenze che supportino una delle due. Spesso i risultati trovati oscillano lungo un continuum lasciando margini di incertezza: mentre Berg e Smith (si veda Donaldson e Davis 1991) propongono evidenze a favore dell'Agency Theory nel senso di una relazione negativa tra *CEO duality* e performance – espressa attraverso ROI, ROE e margini di profitto - Donaldson e Davis (1991) criticano i risultati della ricerca e ne discutono l'inconcludenza, in quanto non sono state tenute in considerazione le industrie di appartenenza di tali imprese, quindi il risultato trovato potrebbe essere dovuto a fattori diversi dalla struttura di leadership, per effetto di differenze intrinseche di settore. Bhagat e Black (1999), riflettendo invece sulla *board composition*, esprimono incertezza intorno ad un'eventuale relazione tra proporzione di amministratori indipendenti e performance aziendale.

Nonostante in alcune ricerche emerga incertezza e difficoltà nel delineare relazioni tra le variabili menzionate, altri autori hanno tentato di fornire un contributo utilizzando la Stewardship Theory. Rilevante è lo studio di Donaldson e Davis (1991), i quali analizzano 321 imprese statunitensi estratte da dati di Standard and Poor's Compustat Services Inc. Di essi viene considerata la struttura di leadership nel 1987: il motivo di tale scelta si rinviene nel fatto che, avendo tale variabile un effetto ritardato – “lagged effect” (Donaldson e Davis *ibid.*) – i rendimenti del 1991 sono effetto di scelte precedenti a tale data. Gli indicatori di performance scelti sono il ROE, o meglio il valore medio dei ROE degli anni 1985-1987, e i rendimenti in termini di *capital gain* e *dividend gain*. Lo studio tiene conto inoltre delle differenze di settore, a differenza di quello menzionato in precedenza di Berg e Smith, attraverso la valutazione non del ROE in quanto tale, bensì della differenza tra il ROE individuato e il ROE medio di settore. In tal modo possibili influenze anomale delle rispettive industrie vengono annullate. I risultati emersi evidenziano una differenza statisticamente significativa tra le imprese caratterizzate da dualità del CEO e quelle in cui i due ruoli sono distinti. Le prime, infatti, mostrano sia un maggior ROE (al netto delle differenze di settore), sia maggiori rendimenti per gli shareholder. I risultati trovati, nonostante gli stessi studiosi riconoscono la necessità di implementare un modello più sofisticato che tenga conto anche del rischio (Donaldson e Davis, *ibid.*), appaiono consistenti ed utili alla letteratura in materia di corporate governance, così come offrono, in un orizzonte di medio-lungo termine, taluni elementi

a favore della Stewardship Theory: è affermata dagli stessi studiosi la necessità di sviluppare relazioni interne di collaborazione e dare potere e legittimazione ai manager affinché intraprendano azioni in maniera autonoma e nell'interesse dell'azienda, senza porre quindi un eccessivo controllo e monitoring sugli stessi, in quanto eventualmente limitativo dell'evoluzione futura dell'organizzazione (Donaldson e Davis, *ibid.*). Non solo, questi osservano inoltre differenze non trascurabili nelle grandi corporations australiane e statunitensi: mentre le prime sono per lo più costituite da un *Chairman* indipendente dal CEO, le seconde invertono la tendenza. Da qui i due studiosi propongono modifiche nella policy nazionale australiana, le cui aziende – stando a quanto la Stewardship Theory predirebbe – si trovano in una situazione di inefficienza, in quanto modificando la propria struttura, potrebbero accrescere nell'arco di alcuni anni la propria performance.

Attraverso questo studio, è possibile acquisire una migliore comprensione di come anche la Stewardship Theory sia stata in grado di fornire un'utile chiave interpretativa nel campo della corporate governance e delle relazioni aziendali, a tal punto da essere utilizzata come framework teorico alla base di talune proposte di modifica in ambiti così rilevanti in un contesto dominato da Chairman indipendenti come l'Australia.

Come è emerso dalla caratterizzazione dello studio trattato, sono maggiormente diffusi gli studi che mettono a confronto Stewardship Theory e Agency Theory, cercando in tal modo di supportare l'ipotesi di consistenza della prima. Meno frequenti sono invece le ricerche che, partendo dalla prima teoria – e assumendo quindi la sua validità – analizzano contesti e variabili specifiche, collegando e giustificando i risultati in termini di Stewardship Theory. Nella letteratura recente assistiamo pertanto ad una configurazione ed una impostazione di questo tipo, in quanto quest'ultima si è sviluppata proprio in opposizione all'Agency Theory, proponendosi di colmare le lacune che caratterizzano la prospettiva d'agenzia.

Studio che, pur ricercando una relazione tra variabili organizzative e di governo e performance aziendale, non manca di tracciare un confronto tra le due teorie è quello condotto da Peng et al. (2007), i quali studiano il contesto cinese, caratterizzato da una forte crescita, così come da una transizione istituzionale e cambiamenti ambientali maggiori che in una struttura quale quella statunitense ed in esso ricercano una relazione tra la dualità del CEO e la performance societaria (Peng et al., *ibid.*). Sono prese in considerazione le *joint-stock companies* cinesi, ovvero quelle imprese che, come affermano gli stessi studiosi, hanno vissuto la transizione da una situazione di tradizionale società *state-owned* ad un allargamento della base di investitori, ammettendo investitori privati ed istituzionali. Un campione di queste è preso in esame, in particolare le 530 società quotate nelle borse valori di Shanghai e Shenzhen all'anno 1996, analizzando l'evoluzione del quinquennio dal 1992 alla fine dello stesso 1996 – sempre come conseguenza dell'effetto ritardato della struttura di governo sulla performance aziendale –. Attraverso una serie di modelli di regressione, una relazione positiva tra *CEO duality* e performance d'impresa. Per “performance”, in tale studio si intendono due indicatori: *Return on Equity* (ROE) e *sales growth*, ovvero la crescita annuale del fatturato, indicatori reputati affidabili dai tre studiosi in un contesto quale quello cinese.

È sostenuto pertanto come i dati trattati mostrino una correlazione positiva tra la dualità del CEO e detti KPI (Key Performance Indicators); in particolare, tale impatto pare essere ancora maggiore in ambienti caratterizzati da un elevato grado di dinamismo. Focalizzandosi infatti sull'ambiente cinese, non solo essi rilevano un potenziale impatto di detta *duality*, ma affermano addirittura che “such a positive impact is likely to be profound for firms confronting problems associated with [...] environmental dynamism” (Peng et al. 2007, p.219). Contestualmente a tale analisi, è tracciato un confronto tra le predizioni in termini di struttura di leadership riconducibili ad Agency Theory e Stewardship Theory rispettivamente. In base ai risultati emersi, Peng et al. (ibid.) sostengono l'ipotesi legata alla seconda teoria, ipotesi che afferma come una struttura fondata su un unico soggetto a ricoprire i ruoli di CEO e Chairman sia associabile ad una più efficace unione di intenti ed in grado di favorire risvolti positivi nell'organizzazione nel suo complesso; tale implicazione è sostenuta in modo particolare in ambienti dinamici ed in rapida evoluzione (quale il caso della Cina). Infine, nonostante si affermi come la teoria dell'agenzia debba continuare ad essere sviluppata, in quanto la sola analisi trattata non pretende di testarne l'inconcludenza, è suggerito ai *policymaker* di adottare un approccio cauto nel momento in cui azioni ad incoraggiamento di una separazione dei due ruoli – CEO e Chairman – vengono intraprese. Sebbene il trend attuale in Cina sia quello di una distinzione delle due figure, i risultati di tale studio cercano pertanto di supportare implicazioni organizzative maggiormente affini alla Stewardship Theory e di porre interrogativi e suscitare un dibattito più critico in merito alle regolamentazioni da adottare in un contesto particolare e dinamico come quello oggetto d'analisi.

Conclusioni

Attraverso la presente relazione si è cercato di fornire un *overview* delle caratteristiche, peculiarità e funzioni di un organo primario nella scena organizzativa e, specificatamente, nel governo d'impresa delle società quotate. Notevole spazio è stato concesso allo sviluppo e alla presentazione dei punti di rilievo che il panorama di ricerca contemporaneo sta affrontando, così come le direzioni che taluni studiosi stanno prendendo. Il board non esaurisce naturalmente il suo ruolo nel solo contesto interno all'azienda e ha risvolti esterni non trascurabili ed impatti sulle relazioni con partner, stakeholder, policymakers. È quindi comprensibile come numerosi siano gli studiosi che hanno trattato tale ambito, alla ricerca di fornire un contributo utile per una migliore strutturazione del CdA. Aspetti particolarmente critici, come messo in luce dalla letteratura (Eisenhardt 1989; Muth e Donaldson 1998; Payne et al. 2008; Monks e Minow 2011), sono la proporzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi, la dualità del CEO, ovvero la decisione se mantenere un Chairman indipendente o meno, la dimensione dello stesso CdA, così come altri fattori parimenti rilevanti quali diversità di genere, età media del board, durata del mandato degli amministratori.

Il presente lavoro si è focalizzato su due importanti framework teorici che hanno avuto un notevole impatto sugli studiosi contemporanei e fornito loro i fondamenti attraverso cui sviluppare e introdurre implicazioni organizzative e di strutturazione ottimale del consiglio di amministrazione. L'Agency Theory mette infatti in risalto caratteri e necessità quali un'azione di controllo e vigilanza sull'operato del management, ottibile attraverso diversi strumenti, di cui il board ne è protagonista. Gli studiosi che ne hanno adottato la prospettiva (Fama e Jensen 1989; Eisenhardt 1989; Shleifer e Vishny 1997) hanno proposto infatti board strutturati al fine di perseguire tale obiettivo, costituiti quindi da una proporzione maggiore di *outside director* proprio per un azione di monitoring più credibile, così come diverse altre implicazioni che vanno da un Chairman indipendente a una durata del mandato inferiore, concetti sempre associabili alle necessità messe in luce dal framework teorico di riferimento.

D'altro canto la Stewardship Theory pone in risalto una diversa idea di relazioni organizzative interne. Il manager è considerato *steward* e non più agente, capace di allinearsi naturalmente con gli interessi degli azionisti. Di qui gli studiosi che hanno fatto di questa il framework teorico attraverso cui predisporre indagini empiriche o contributi teorici propongono un board che più rispecchi e sia dipendente dal management, con una maggioranza di *executive director* e un CEO con il ruolo di Chairman nel CdA, così come una dimensione – ovvero numero di amministratori – ridotta ed ulteriori implicazioni rilevanti allo stesso modo per le sorti dell'impresa.

È importante ricordare come, tuttavia, non sia stato esaurito l'insieme dei riferimenti teorici che hanno risvolti sul board: sono da includere anche concetti quali la *resource dependence theory*, prospettiva che propone

motivazioni differenti alla base della strutturazione del CdA, quali l'inclusione di amministratori esterni al fine di fornire all'azienda risorse critiche – difficilmente ottenibili internamente – per la sopravvivenza ed il successo della stessa. Un'altra prospettiva non trattata per motivi di spazio, ma che ha conosciuto un crescente sviluppo in tempi recenti, è lo *stakeholder approach*, ovvero una teoria che “ampia lo spettro dei soggetti da tutelare e degli obiettivi da contemplare nella fase di definizione delle strategie d'impresa” (Pugliese 2008, p.105). In tempi più recenti, inoltre, un approccio di tipo “contingente” va sviluppandosi – parallelamente ad un'evoluzione della letteratura riferita alle teorie d'agenzia e di *stewardship* – il quale reputa efficaci diverse configurazioni del CdA a seconda delle differenti variabili di contesto che vi possono essere.

In definitiva, gli sviluppi in materia sono ancora in una fase dinamica, di cambiamento. Anche per effetto di tale eterogeneità di pensiero, il dibattito tra gli studiosi riguardante i board delle società quotate resta dunque aperto: come il presente studio ha suggerito, i futuri studiosi che affronteranno tematiche simili e che ricercano una comprensione più ampia ed estesa delle stesse, non potranno esimersi dal considerare contesti teorici quali l'Agency Theory e la Stewardship Theory, elementi centrali nella dialettica sul governo d'impresa.

Bibliografia

- AGRAWAL A., KNOEBER C., 1996. *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*. Journal of financial and quantitative analysis. 31 (2) 377-397
- ANON., 2010. The role of the board, chairman and non-executive directors – the UK Corporate Governance Code. *Pinsent Masons* [online]. Disponibile su <<http://www.out-law.com/page-8215>> [Data di accesso: 02/05/2016]
- BANDIERA ET AL., 2011. *What do CEOs do?*. HBS Working Paper. Harvard Business School. p.1-4
- BATHULA H., 2008. *Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand*. Relazione finale PhD, Auckland University of Technology, Faculty of Business.
- BEASLEY M., 1996. *An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud*. The Accounting Review, 71 (4) 443-465
- BERG S. V., SMITH S. K., 1978. *CEO and Board Chairman: a quantitative study of dual v. unitary board leadership*. Directors and Boards, 3, 34-49. In: DONALDSON L., DAVIS J., 1991. *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*. Australian Journal of Management, 16 (1), 49-65
- BIJALWAN J., MADAN P., 2013. *Board composition, ownership structure and firm performance*. Research Journal of Economics & Business Studies. 6 (2) 86-101
- CHAMBERLAIN, T. W., 2010. *Board composition and firm performance: Some Canadian evidence*. International Advances in Economic Research, 16 (4), 421-422. In: DAGSSON S., LARSSON E., 2011. *How age diversity on the Board of Directors affects Firm Performance*. Relazione finale MBA, Blekinge Institute of Technology School of Management.
- DAGSSON S., LARSSON E., 2011. *How age diversity on the Board of Directors affects Firm Performance*. Relazione finale MBA, Blekinge Institute of Technology School of Management.
- DAVIS J., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L., 1997. *Towards a Stewardship Theory of Management*. Academy of Management Review. 22 (1), 20-47.
- DELOITTE, 2014. The role of the Chairman as well as value of a non executive chairman. *Deloitte* [online]. Disponibile su <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/za/Documents/governance-risk-compliance/ZA_TheRoleOfTheChairmanAsWellAsValueOfANonExecutiveChairman_04042014.pdf> [Data di accesso: 25/04/2016]

- DONALDSON L., 2005. *For positive management theories while retaining science: reply to Ghoshal*. Academy of Management Learning & Education. 4 (1), 109-113
- DONALDSON L., DAVIS J., 1991. *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*. Australian Journal of Management 16 (1). 49-65
- DOUCOULIAGOS C., 1994. *A note on the evolution of homo economicus*. Journal of Economics Issues, 3, 877-883. In: DAVIS J., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L., 1997. *Towards a Stewardship Theory of Management*. Academy of Management Review. 22 (1), 20-47
- EISENHARDT K., 1989. *Agency Theory: An Assessment and Review*. The Academy of Management Review. 14 (1) 57-74
- FAMA E., JENSEN M. 1983. *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, 26, 301-325
- FRANK R., 1994. *Microeconomics and behavior*. New York: McGraw-Hill. In: DAVIS J., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L., 1997. *Towards a Stewardship Theory of Management*. Academy of Management Review. 22 (1), 20-47
- FRICK B., BERMIG A., 2010. *Board Size, Board Composition, and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany*. SSRN Electronic Journal
- HERMALIN B., WEIBACH M., 2003. *Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. Federal Reserve Bank of New York – Economic Policy Review
- HIRSCH P., MICHAELS S., FRIEDMAN R., 1987. “*Dirty hands*” versus “*clean models*”. Theory and Society, 16. 317-336. In: DAVIS J., SCHOORMAN F. D., DONALDSON L., 1997. *Towards a Stewardship Theory of Management*. Academy of Management Review. 22 (1), 20-47
- HUSE M., 2007. *Boards, Governance and Value Creation : The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge University Press. 54-55.
- ILABOYA O., OBARETIN O., 2015, *Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Nigerian Quoted Companies*. Academic Journal of Interdisciplinary Studies, 4 (1) 283-290
- HOMAYOUN S., HOMAYOUN S., 2015. *Agency Theory and Corporate Governance*. International Business Management. Medwell Journals
- JENSEN M, MECKLING W., 1976. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. 3 (4) 305-360
- KATZ R., ALLEN T., 1982. *Investigating the Not Invented Here (NIH) syndrome: A look at the performance, tenure, and communication patterns of 50 R & D Project Groups*. R & D Management 12, 1

- KIEL G. C., NICHOLSON G. J., 2003. *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance*. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 189-205
- LAFLEY, 2009. What only the CEO can do. *Harvard Business Review [online]*, Maggio. Disponibile su <<https://hbr.org/2009/05/what-only-the-ceo-can-do>> [Data di accesso: 04/06/2016]
- MCCOLGAN P., 2001. *Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective*. Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow
- MCGREGOR D., 1960. *The Human Side of Enterprise*. 1st edition, 2006. McGraw-Hill Education.
- MONKS R., MINOW N., 2011. *Corporate Governance*. 5th edition. John Wiley & Sons Ltd. VIII-XXV
- MUTH M., DONALDSON L., 1998. *Stewardship Theory and Board Structure: a contingency approach*. Blackwell Publishers Ltd
- NAHAPIET J. GRATTON, L., ROCHA H., 2005. *Knowledge and relationships: when cooperation is the norm*. *European Management Review* (2005) 2, 3–14
- NYSE, 2016. Listed Company Manual. NYSE [online]. Disponibile su <http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_4_3&manual=%2Ffcm%2Fsections%2Ffcm-sections%2F> [Data di accesso 02/05/2016]
- O'REILLY C., CALDWELL D., BARNETT W., 1989. *Work group demography, social integration and turnover*. *Administrative Science Quarterly*. 34, 21-37. In: MUTH M., DONALDSON L., 1998. *Stewardship Theory and Board Structure: a contingency approach*. Blackwell Publishers Ltd, 6 (1), 5-28
- PASTORIZA D., ARIÑO M., 2008. When Agents Become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory. 1st IESE Conference, Humanizing the Firm & Management Profession. Barcelona, IESE Business School, June 30-July 2, 2008. Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1295320>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1295320>>
- PAYNE G. T., BENSON G. S., FINEGOLD D. L., 2008. *Corporate board attributes, team effectiveness and financial performance*. CEO publication
- PAYNE G. T., BENSON G. S., FINEGOLD D. L., 2009. *Corporate board attributes, team effectiveness and financial performance*. *Journal of Management Studies*
- PENG M. W., ZHANG S., LI X., 2007. *CEO duality and firm performance during China's institutional transitions*. *Management and Organization Review*, 3 (2), 205-225
- PERROW C., 1986. *Complex Organizations*. New York: Random House.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2015. Annual Corporate Director's Survey 2015. *PricewaterhouseCoopers* [online]. Disponibile su <<http://www.pwc.com/us/en/corporate-governance/annual-corporate-directors-survey/downloads.html>> [Data di accesso: 24/05/2016]

PUGLIESE A., 2008. *Percorsi evolutivi della corporate governance*. Italia: CEDAM

SHAKIR R., 2008. *Board size, board composition and property firm performance*. *Pacific Rim Property Research Journal*, 14 (1), 1-16

SHLEIFER A., VISHNY R., 1997. *A survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*. 52 (2) 737-783