



Munich Personal RePEc Archive

Cost of corporate bodies and choice of alternative governance systems: empirical evidence in Italy

Bellavite Pellegrini, Carlo and Pellegrini, Laura and Sironi, Emiliano

Dipartimento di Scienze dell'Economia della gestione Aziendale,
Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, Centro Studi
Economia Applicata, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano,
Dipartimento di Scienze Statistiche, Università Cattolica del Sacro
Cuore, Milano

2013

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/104657/>
MPRA Paper No. 104657, posted 01 Apr 2021 08:00 UTC

COSTO DEGLI ORGANI SOCIETARI E SCELTA DEI SISTEMI DI GOVERNANCE ALTERNATIVI: L'EVIDENZA EMPIRICA IN ITALIA

di CARLO BELLAVITE PELLEGRINI, LAURA PELLEGRINI e EMILIANO SIRONI

The literature on corporate governance has investigated the relationship between the adoption of a corporate governance system and firms' performance, but it seems to ignore the issue of costs of the body corporate members among different systems, i.e. the traditional and alternative models, with specific reference to unlisted companies. The paper aims to investigate to what extent the costs of each corporate body may affect the choice of a corporate governance system.

The analysis, that is led on a sample of unlisted Italian corporations in 2008, shows that the one-tier system, characterizing firms not necessarily small, with more fragmented ownership structures and more likely to be under control and coordination, highlights lower costs than the traditional and the two-tier systems.

1. Introduzione.

Sebbene la letteratura economica ed aziendale abbia da sempre dedicato grande attenzione al tema del governo dell'impresa, la crisi degli ultimi anni ha sollevato importanti interrogativi sulle debolezze dei sistemi di amministrazione e controllo e più in generale di tutto il sistema della *corporate governance*, mettendo in luce la necessità di interventi di correzione mirati.

Se però da un lato la letteratura sembra avere ampiamente indagato le relazioni esistenti tra l'adozione di un determinato sistema di governance e le performance aziendali (a partire dagli studi di Hermalin e Weisbach, 1988 sino ai più recenti di Jungmann, 2006; Miller-Reyes e Zao, 2010) poco è stato approfondito sia da un punto di vista descrittivo, sia da un punto di vista di indagini empiriche in tema di costi degli organi di amministrazione e controllo all'interno dei diversi sistemi di governance, con particolare riferimento al mondo delle società non quotate.

Il tema è quindi interessante, in particolar modo per l'Italia, anche a causa dell'introduzione, relativamente recente, dei sistemi di amministrazione e controllo alternativi. Il tema oggetto di tale lavoro si colloca nell'ambito degli studi riguardanti la *corporate governance*, pur con una particolare enfasi sui costi degli organi sociali.

La scelta di indirizzare l'analisi alle società per azioni italiane non quotate, anziché a quelle quotate, rappresenta un elemento specifico di tale ricerca in quanto permette di prendere in esame società a cui gli studi di *corporate governance*, anche in tempi recenti, ha prestato

minore attenzione. Inoltre, la scelta di porre a confronto i costi degli organi dei diversi sistemi di governance in ambito nazionale (sistema tradizionale e sistemi alternativi), rappresenta un approccio innovativo al tema, non avendo riscontrato ad oggi nessun altro studio che ne abbia indagato le differenze in tali termini.

Il presente lavoro intende pertanto prendere in esame i costi dei vari sistemi di amministrazione e controllo di tutte le società per azioni italiane non quotate che hanno adottato alla data del 31 dicembre 2008 uno dei sistemi di *governance* alternativo monistico e dualistico e di un adeguato campione di controllo di società che continuavano ad adottare il sistema tradizionale. La finalità di tale ricerca è duplice: da un lato si raccolgono i dati di costo del sistema dei controlli direttamente deducibili dal bilancio di esercizio per un'analisi descrittiva e dall'altro si verifica, mediante un'analisi di regressione, l'impatto dell'adozione di un sistema di *governance* alternativo (piuttosto che di un sistema tradizionale) sui costi degli organi amministrativi e di controllo al fine di verificare quale sistema sia più parsimonioso.

In tale ottica il presente lavoro si articola in sei sezioni. Dopo una breve survey della letteratura esistente in materia di corporate governance, e meccanismi di compenso degli organi societari oggetto del paragrafo 2, il terzo paragrafo presenta i quesiti e gli obiettivi della ricerca. Il quarto paragrafo espone alcune delle principali statistiche descrittive di natura quantitativa e qualitativa del campione di osservazione su dati al 2008, mentre il quinto paragrafo ha come oggetto, dopo una breve descrizione della metodologia statistica utilizzata, l'esposizione dei più rilevanti risultati empirici dell'analisi. Segue il sesto paragrafo conclusivo.

2. Una rassegna della letteratura.

Come accennato, la letteratura in materia di *corporate governance* che si è dedicata agli organi societari ha rivolto inizialmente molta attenzione al tema della composizione ottimale del Consiglio di Amministrazione (Fama e Jensen, 1983; Baysinger e Butler, 1985) e successivamente al legame esistente fra composizione del Consiglio di amministrazione e performance della società (Hermalin e Weisbach, 1988; Bhagat e Black, 1999 — e per citarne alcuni più recenti — Weir e Laing e McKnight, 2002; Drobertz, Shillofer e Zimmermann, 2004; Jungmann, 2006; Miller-Reyes e Zao, 2010). Tuttavia le evidenze empiriche sopra ricordate offrono risultati da cui non sembra emergere una chiara relazione tra composizione degli organi¹ e *performance societaria*.

La letteratura ha anche preso in esame i meccanismi che governano il sistema delle remunerazioni nelle società quotate nel tentativo di identificare le relazioni tra meccanismi di remunerazione del management e performance aziendale (Baker, Jensen e Murphy, 1988; Core, Guay e Larker, 2003). Questo filone di indagine ha inoltre analizzato altre variabili, quali la capacità del board di influenzare la costruzione del sistema di remunerazione (Shleifer and

¹ In un contesto nazionale su tali temi si ricordano anche gli studi di Parbonetti (2006); Mazzotta (2007); Giovannini (2009) e Fratini e Tettamanzi (2010).

Vishny, 1997; Bertrand e Mullainathan, 2001), l'esistenza di caratteristiche professionali dei membri di tali organi, i fondamentali d'impresa (Bryan et al., 2000; Hermalin e Weisbach, 2010) ed il rischio dell'impresa (Coles et al., 2006).

Anche nel contesto italiano gli studi in materia di *corporate governance*, prevalentemente focalizzati sul mondo delle società quotate, hanno indirizzato la loro attenzione sul sistema delle remunerazioni degli organi societari e sul loro legame con le performance societarie (Brunello, Graziano e Parigi, 1999; Zattoni e Zona, 2002 e Nobolo e Magli, 2006), delineando un complessivo stato dell'arte della letteratura in cui sembra emergere chiaramente come sia scarsa l'attenzione alle differenze tra i diversi sistemi di governance adottabili delle società italiane in relazione ai costi che questi evidenziano.

A questo proposito è necessario segnalare come la letteratura abbia indagato i sistemi di amministrazione e controllo di carattere alternativo (Ghezzi, 2003; Ventoruzzo, 2005; Nobolo, 2007; Enriques, Scassellati Sforzolini, 2007a e 2007b; Bellavite Pellegrini et al., 2010) senza dedicare però specifica attenzione al tema dei costi degli organi, né all'esistenza di una possibile influenza della scelta di sistemi di amministrazione e controllo alternativi su di essi. Tale lacuna potrebbe essere dovuta alla relativamente recente introduzione dei sistemi di *corporate governance* alternativi nel contesto istituzionale italiano. La riforma del codice civile, in vigore dal 2004, che permette alle imprese differenti forme di libertà, distinte per natura e qualità² (Ghezzi e Malberti, 2008), dovrebbe consentire di migliorare l'efficienza attraverso l'introduzione di nuovi sistemi di *governance*: la possibilità concessa dal legislatore di scegliere tra sistemi di governance differenti, distinti tra alternativi³ e tradizionale, rende interessante analizzare un quadro d'insieme relativamente all'attrattività che tali sistemi alternativi possano aver manifestato nel contesto nazionale rispetto al sistema tradizionale, anche in relazione ai differenti costi degli stessi. L'introduzione dei sistemi di amministrazione e controllo alternativi pone infatti una domanda relativamente a quale sistema sia da considerarsi più efficiente in termini di costo complessivo dei membri degli organi.

² Tra cui la possibilità di adottare sistemi di governance alternativi rispetto al modello tradizionale, e retti da un complesso di *mandatory rules* che ne costituisce il fondamento ontologico.

³ Il modello monistico ed il modello dualistico.

3. Ipotesi ed obiettivi di ricerca.

In ambito nazionale l'introduzione della Riforma del diritto societario⁴, in vigore dal 2004, attraverso l'articolo 2380⁵, ha previsto la possibilità, in capo alle società di capitali, di adottare modelli di governance alternativi mutuati da esperienze straniere: il modello monistico ed il modello dualistico.

Il presente lavoro intende indagare, dopo quattro anni dall'introduzione della riforma del diritto societario⁶ nell'ordinamento italiano la conseguenza della scelta di un sistema di governance alternativo sul costo complessivo degli organi societari in rapporto al costo che organi con funzioni comparabili hanno nel sistema tradizionale. Prima di procedere in questo senso, si renderà tuttavia necessaria una descrizione della composizione della popolazione e del campione utilizzato per l'analisi, considerato il forte squilibrio (a vantaggio del sistema tradizionale) nella distribuzione dei tre sistemi analizzati fra le società non quotate italiane (Bellavite Pellegrini, 2009).

Il contesto economico italiano, caratterizzato dal modello capitalistico della piccola e media impresa si configura come un contesto in cui, pur delineandosi una grande presenza di PMI familiari indipendenti, si evidenzia la presenza di piccole e medie imprese aggregate nella forma di costellazioni, e grandi gruppi piramidali controllati da holding facenti capo a singole famiglie o da coalizioni di azionisti. Ecco perché nonostante la riforma del diritto societario risalga al 2004, si evince come le società italiane non quotate continuano a prediligere un sistema di tipo tradizionale. Sebbene la tipologia di imprese caratterizzanti il tessuto societario nazionale si contraddistingua per avere, tendenzialmente, una struttura proprietaria maggiormente chiusa e fortemente concentrata sembra però acquisire importanza anche in questo contesto l'analisi dei meccanismi di governance e le implicazioni ad essi connesse.

Tale indagine empirica è volta in primo luogo a delineare un aggiornamento della mappatura di quale sia stato il successo di tale innovazione a distanza di quattro anni dalla sua introduzione. In secondo luogo si propone un confronto dei costi complessivi degli organi societari fra diversi sistemi al fine di determinare se la scelta di un sistema alternativo abbia determinato una riduzione nei costi nei confronti delle società che abbiano mantenuto un sistema tradizionale. Al fine di un confronto omogeneo e per operare un'analisi pienamente significativa si è deciso di scegliere un medesimo istante temporale, disponendo di un orizzonte temporale che fosse ad un tempo sufficientemente distante dal momento della riforma, tale da permettere agli operatori economici di dare esecuzione al cambiamento degli statuti nel caso avessero voluto adottare un sistema alternativo, che avvenisse a riforma ormai sedimentata quando la conoscenza dei nuovi sistemi fosse ormai pienamente incorporata dagli operatori

⁴ Attuata dal D.lgs. 6/2003, che ha modificato la precedente normativa civilistica.

⁵ Del Codice civile, dal titolo "Sistemi di amministrazione e controllo".

⁶ Per ragioni che verranno illustrate successivamente l'analisi è svolta prendendo in esame i bilanci ed i relativi allegati al 31 dicembre 2008.

economici e che fosse allo stesso tempo aggiornata e recente rispetto al contesto economico attuale.

Per questi motivi il presente lavoro ha ad oggetto l'universo delle società per azioni italiane attive⁷ non quotate che, al 31 dicembre 2008, hanno adottato un sistema alternativo di governance. Tali società vengono confrontate con un campione di società italiane attive non quotate che, alla stessa data del 31 dicembre 2008, abbiano invece mantenuto o adottato un sistema di tipo tradizionale.

Dopo aver presentato alcune delle principali statistiche descrittive relative ai dati di bilancio del 2008, si propone un'analisi statistica volta a verificare, attraverso l'ausilio di un modello di regressione, se l'adozione di un sistema di governance alternativo, in particolare del sistema monistico (che ha un solo organo di amministrazione) in un istante temporale compreso fra 2004 e 2008, possa essere in grado di determinare un minore costo complessivo degli organi societari, rilevati per omogeneità e per una corretta specificazione della direzione della causalità in un istante temporale successivo identificato con la fine dell'esercizio 2008.

L'obiettivo dell'analisi empirica è pertanto quello di rispondere ai seguenti interrogativi, tenendo presente che il primo quesito è del tutto ancillare al secondo.

QUESITO N. 1: Esistono differenze e/o omogeneità nella composizione (in termini di numerosità) degli organi di amministrazione e controllo delle società per azioni non quotate nel territorio italiano, caratterizzate da differenti condizioni di operatività e distribuzione settoriale?

QUESITO N. 2: I costi degli organi dei diversi sistemi di amministrazione e controllo sono la diretta conseguenza della scelta di un determinato sistema di governance? In particolare il sistema di governance di tipo monistico, *ceteris paribus*, può essere associato ad un costo complessivo degli organi societari minore, fornendo utili indicazioni per le imprese che ancora non lo implementano e dando loro indicazioni di *policy* verso una possibile adozione?

Per la verifica empirica delle ipotesi della ricerca sono state analizzate 776 società per azioni italiane, non quotate, appartenenti a diversi settori di attività, tenendo in considerazione anche il settore finanziario alla luce di alcuni elementi che verranno messi in luce successivamente nel corso dell'analisi. L'evidenza empirica si compone di due fasi. La prima fase propone una mappatura delle prime evidenze statistiche, di carattere descrittivo, delle principali voci di bilancio, di struttura proprietaria e finanziaria delle imprese oggetto del campione; la seconda implementa un'analisi di tipo statistico volta ad approfondire la significatività di tali relazioni.

⁷ La Camera di Commercio classifica le società iscritte presso i propri registri nel seguente modo: attive, inattive, liquidate, sospese e fallite. L'universo di tali imprese costituisce l'insieme delle società non cessate iscritte nel registro imprese. Al fine del presente lavoro si è ritenuto opportuno considerare solo l'insieme delle società per azioni attive.

4. La descrizione del campione: i sistemi di governance nelle società per azioni non quotate in Italia al 2008.

L'indagine empirica ha per oggetto tutte le società per azioni attive in Italia non quotate⁸ che, alla data del 31 dicembre 2008, avevano adottato un sistema di governance alternativo rispetto al modello tradizionale. Tali dati sono stati estratti dall'"archivio storico" del sistema informativo della Camera di Commercio, che prende il nome di Stock View⁹. Al fine di verificare l'esistenza di possibili differenze sia qualitative sia quantitative tra società che hanno optato per un sistema di tipo alternativo e società che hanno un sistema di tipo tradizionale è stato creato un campione di controllo di 500 società, estratto dall'universo delle società per azioni attive che invece hanno mantenuto o adottato un sistema di governance tradizionale. Tale campione, elaborato attraverso l'utilizzo della banca dati Aida¹⁰, è stato estratto dall'universo delle 34.440 società per azioni attive italiane con sistema di tipo tradizionale¹¹, attraverso un campionamento di tipo casuale (Neuman, 2005) che rappresentasse le proporzionalità dell'intero campione, sia da un punto di vista geografico (ripartizione geografica), sia dimensionale (in relazione al totale valore della produzione). Il campione complessivo si compone di 776 società per azioni attive non quotate con sede legale in Italia che alla data del 31 dicembre 2008 avevano optato per un modello alternativo o un modello tradizionale. Tale campione risulta così articolato:

⁸ La decisione di non considerare le società per azioni quotate con un sistema di governance alternativo risiede nell'esigua numerosità delle stesse e nella diversa caratterizzazione di tali soggetti, che avrebbe distorto la significatività statistica delle evidenze empiriche rilevate.

⁹ Tutti i dati riportati e utilizzati nell'indagine empirica che si intende proporre sono stati ottenuti attraverso l'analisi dei fascicoli di bilancio e dei documenti ufficiali concernenti i verbali di assemblea ordinaria e straordinaria, ed eventuali modifiche statutarie intercorse durante l'anno di riferimento.

¹⁰ La motivazione della scelta di tale banca dati diversa da quella con la quale sono state reperite le informazioni sulle società che hanno adottato sistemi di *corporate governance* alternativi risiede nell'eccessiva onerosità dell'estrazione dei dati attraverso l'archivio della Camera di Commercio. In tale banca dati trovano comunque collocazione tutte le società italiane iscritte alla Camera di Commercio, corredate da tutti i fascicoli di bilancio depositati presso le relative Camere di Commercio. Tali evidenze inducono a ritenere opportuna e congrua la modalità di raccolta dei dati, anche ai fini di una comparazione tra i due campioni.

¹¹ La presenza di una numerosità rilevante di società per azioni che alla data di riferimento aveva mantenuto un sistema di governance di tipo tradizionale, rispetto alle società che invece hanno optato per un sistema di governance alternativo, ha reso necessario un campionamento delle stesse. Tale campionamento trova la sua ragione nella necessità di poter disporre di una numerosità adeguata ad un confronto empirico tra i diversi sistemi. La scelta della numerosità campionaria ottimale ovviamente non ha un'unica regola di determinazione; l'errore di campionamento è funzione monotona decrescente dell'ampiezza degli elementi inclusi nel campione. La scelta di campionare una quota limitata di unità in luogo dell'intera popolazione nasce dagli elevati costi di estrazione in un collettivo elevato. In particolare, non essendoci banche dati automatiche per ottenere dati sulla struttura proprietaria e sulla soggezione a direzione e coordinamento nelle società non quotate, la selezione dell'ampiezza campionaria (pari a 500 imprese con sistemi tradizionali) è stata scelta in base ai costi di reperimento dei dati con il vincolo, ampiamente rispettato, di potere disporre di una numerosità tale da permettere di sfruttare le distribuzioni asintotiche degli stimatori.

Tabella 1. Descrizione della numerosità del campione complessivo

Descrizione	Frequenza	%
Società per azioni con sistema di <i>governance</i> tradizionale	500	64,43%
Società per azioni con sistema di <i>governance</i> alternativo:	276	35,57%
Modello monistico	147	53,26%
Modello dualistico	129	46,74%
Totale campione complessivo	776	100,00%

Fonte: elaborazioni su dati di Infocamere, archivio storico Stock View e database « Aida ».

La tabella 1 evidenzia come delle 276 società per azioni italiane attive non quotate caratterizzate da un sistema di tipo alternativo, la maggior parte di esse, con una quota pari a circa il 53,3% abbia optato per l'adozione di un modello di tipo monistico, mentre il 46,7% circa evidenzia un sistema di tipo duale. Dalle evidenze appena riportate, in relazione alla totalità di società con un sistema di *governance* alternativo, sembra dunque emergere una leggera preferenza per il sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico, nonostante la rilevanza che ha avuto il dualistico per alcuni gruppi quotati. Complessivamente, a quattro anni di distanza dall'introduzione della riforma, e in accordo a quanto rilevato in altre ricerche su periodi precedenti, si può rilevare come le società che hanno adottato sistemi alternativi di amministrazione e controllo rappresentino un fenomeno marginale, non avendo mai superato l'1% sul totale delle società per azioni attive (Bellavite Pellegrini, 2006 e 2009). Se si osserva tale numerosità in relazione al numero delle società per azioni non quotate attive in Italia, tale incidenza rappresenta infatti lo 0,80%.

Alcune motivazioni possono spiegare tali evidenze: in primo luogo la maggioranza delle società per azioni italiane non quotate, caratterizzate da strutture proprietarie tendenzialmente concentrate, dove nella maggioranza dei casi un solo azionista detiene il controllo di diritto, tendono a manifestare una scarsa propensione al cambiamento, mantenendosi fedeli al modello di amministrazione e controllo di tipo tradizionale, secondo il concetto accreditato in letteratura di una *path dependence* (Belcredi e Caprio, 2003). In secondo luogo, per società per azioni caratterizzate da una struttura proprietaria tendenzialmente concentrata, il sistema di *governance* potrebbe assumere un significato modesto nei processi decisionali che invece potrebbero risiedere altrove. In terzo luogo non è noto in che modo il cambiamento del sistema di *corporate governance* possa incidere sui costi degli organi societari. È in tale prospettiva che si articola questo lavoro che intende in primo luogo focalizzarsi su alcune delle principali statistiche descrittive del campione in oggetto, per poi dedicarsi ad una più puntuale verifica

empirica in termini di costi del controllo e dei diversi sistemi di governance nelle società per azioni italiane non quotate.

Tabella 2. Distribuzione geografica delle società che compongono il campione complessivo ¹²

Distribuzione geografica	Sistemi di governance alternativi		Modello tradizionale
	<i>Modello monistico</i>	<i>Modello dualistico</i>	
	<i>Frequenza</i>	<i>Frequenza</i>	<i>Frequenza</i>
Nord-Est	26 (18%)	18 (14%)	80 (16%)
Nord-Ovest	71 (48%)	65 (50%)	216 (43%)
Centro	36 (24%)	29 (23%)	149 (30%)
Sud e Isole	14 (10%)	17 (13%)	55 (11%)
TOTALE	147 (100%)	129 (100%)	500 (100%)

Fonte: elaborazioni su dati di Infocamere, archivio storico Stock View e database «Aida».

Se si osserva una ripartizione di tipo geografico le evidenze mostrano una forte concentrazione dei sistemi di governance alternativi nel Nord Italia (con una percentuale cumulata pari a circa il 65% del totale), mentre si rileva una rilevante presenza di società che hanno mantenuto un sistema di tipo tradizionale nelle aree del Nord-Ovest (43%) e del Centro (30%).

L'analisi della distribuzione settoriale del campione di indagine rivela alcune evidenze aggiuntive che devono essere analizzate con cautela. Va infatti premesso come una ampia disarticolazione delle società prese in esame per settore porti ad una numerosità per ogni categoria così modesta da rendere l'analisi appena compiuta sensata solo da un punto di vista meramente descrittivo.

¹² In parentesi le percentuali relative sul totale.

Tabella 3. Il modello tradizionale e i modelli alternativi: Distribuzione settoriale

Macrosettore ICB ¹³	Sistemi di governance alternativi		Sistema di governance tradizionale	Intero Campione
	<i>Monistico</i>	<i>Dualistico</i>		
	<i>numero</i>	<i>numero</i>		
Petrolifero	5 (3%)	2 (2%)	6 (1%)	13 (2%)
Risorse di base	11 (7%)	4 (3%)	39 (8%)	54 (7%)
Industria & Servizi	34 (23%)	53 (41%)	142 (28%)	229 (30%)
Beni di consumo	25 (17%)	13 (10%)	138 (28%)	176 (23%)
Sanitario	6 (4%)	3 (2%)	17 (3%)	26 (3%)
Consumer Services ¹⁴	20 (14%)	7 (5%)	70 (14%)	97 (13%)
Telecomunicazioni	2 (1%)	2 (2%)	3 (1%)	7 (1%)
Utility	0 (0%)	5 (4%)	5 (1%)	10 (1%)
Bancario, Assicurativo, Servizi finanziari ¹⁵	38 (26%)	35 (27%)	63 (13%)	136 (18%)
Tecnologie	6 (4%)	5 (4%)	17 (3%)	28 (4%)
<i>Totale</i>	<i>147 (100%)</i>	<i>129 (100%)</i>	<i>500 (100%)</i>	<i>776 (100%)</i>

Fonte: elaborazioni su dati di Infocamere, archivio storico Stock View e bilanci d'esercizio - ICB Classification)

Considerando l'intero campione si evince come vi sia una prevalenza di imprese operanti nel settore industriale e dei servizi (per una quota pari a circa il 30%), seguita da società attive nella produzione di beni di consumo¹⁶ (23%) e nel settore bancario, assicurativo e dei servizi finanziari (18%). Tali consistenze trovano corrispondenza anche nella lettura delle evidenze dei soli sistemi di governance alternativi, per i quali si registra una maggiore incidenza di imprese operanti nella fabbricazione di prodotti industriali, soprattutto per il modello dualistico (41% vs

¹³ Tale classificazione suddivide i diversi settori in diverse categorie. Si veda a tale proposito www.icbbenchmark.com e per la traduzione italiana: www.ftse.com.

¹⁴ Tale categoria include i seguenti settori: Vendita al dettaglio, Media e Viaggi e tempo libero.

¹⁵ Tale categoria include: Banche, Assicurazioni e società che erogano servizi finanziari in genere, includendo anche il Real estate nelle sue diverse forme.

¹⁶ Comprende i settori Auto, Cibi & bevande e Beni per la persona e la casa.

23% del modello monistico) e nel settore bancario, assicurativo e dei servizi finanziari (con una percentuale pari al 27% per il modello dualistico e pari al 26% per il modello monistico), mentre la produzione di beni di consumo risulta incidere per circa il 10% delle imprese che hanno adottato un modello dualistico e per il 17% per quelle con modello monistico. Osservando infine la ripartizione settoriale delle imprese tradizionali si evince come, oltre ad una preponderante incidenza dei tre settori individuati per gli altri modelli¹⁷, si registra un'incidenza rilevante (14%) del settore denominato "Consumer Services". I settori meno rappresentati sono invece quelli delle telecomunicazioni, delle utilities e il settore petrolifero: si tratta infatti di attività tipicamente svolte da grandi imprese di norma quotate in Borsa e dunque scarsamente rappresentate fra le non quotate. Sotto questo profilo, sembra emergere, come i quattro settori fin qui citati rappresentano, seppur con lievi differenze, i principali settori di appartenenza delle società del campione in tutti i sistemi di governance adottabili. Resta da stabilire, e sarà oggetto dell'analisi di regressione, se l'appartenenza ad un particolare settore piuttosto che ad un altro possa influenzare anche i costi degli organi societari.

4.1. Le principali statistiche descrittive del campione: grandezze economiche e reddituali, finanziarie e di struttura proprietaria.

Si espongono in questa sede alcune statistiche descrittive delle principali grandezze di carattere economico, reddituale, patrimoniale, nonché di struttura proprietaria e finanziaria¹⁸ dei diversi campioni oggetto di analisi.

La descrizione di tali indicatori risulta essere prodromica alla comprensione del fenomeno in oggetto nonché all'analisi di regressione che sarà oggetto del paragrafo cinque. La ripartizione settoriale del campione è stata tenuta debitamente in considerazione¹⁹. Tuttavia l'analisi esplorativa compiuta in tabella 3, complice la grande frammentazione del campione nei diversi settori e la esigua numerosità complessiva del campione in rapporto al numero di categorie di classificazione, non consente di trarre conclusioni radicali e generalizzate a tutti i settori sull'effetto dell'appartenenza ad una particolare attività economica e l'adozione di un dato sistema di governance, eccezion fatta per le limitate associazioni emerse nel paragrafo precedente. Anche seguendo l'approccio di Bellavite Pellegrini e Sironi (2011) che riducono il

¹⁷ Ossia il settore "Industria & Servizi" e il settore "Beni di consumo", entrambi per il 28% e il settore Bancario, Assicurativo e dei Servizi finanziari per il 13%.

¹⁸ Tali indici sono stati ottenuti attraverso l'analisi e la rielaborazione dei fascicoli di bilancio e dei verbali di assemblea.

¹⁹ Esposta nel paragrafo 3.

numero di settori giustapponendo società industriali e finanziarie si ha evidenza di differenze non significative nelle statistiche descrittive rilevate per questi due gruppi²⁰.

Tabella 4. Statistiche descrittive del campione (dati in Euro).

Voci di Stato Patrimoniale, Conto Economico e numero dipendenti

		Sistema di governance tradizionale	Sistema di governance monistico	Sistema di governance dualistico	Sistemi di governance alternativi (dati aggregati)
Valore della Produzione	Media	29.344.996	23.261.364	30.687.401	26.732.229
	Mediana	8.595.310	7.919.098	3.422.104	6.136.274
Utile d'esercizio	Media	271.513	4.049.672	-3.996.873	288.787
	Mediana	45.483	51.773	3.472	28.229
Patrimonio Netto	Media	13.628.769	12.915.885	34.255.608	22.889.886
	Mediana	3.681.669	3.808.612	3.104.419	3.397.443
Totale Attivo	Media	42.317.548	28.245.733	81.342.367	53.062.638
	Mediana	11.584.440	11.638.371	11.480.419	11.582.989
Totale Debiti	Media	22.688.340	14.134.899	27.543.638	20.402.027
	Mediana	5.708.481	6.333.508	6.038.503	6.090.255
Numero dipendenti	Media	109	62	183	71
	Mediana	29	26	23	23

Fonte: elaborazioni su dati di Infocamere, archivio storico Stock View e database «Aida».

La mediana²¹ del valore della produzione sembra rivelare una maggiore dimensione delle società caratterizzate da un sistema di governance di tipo tradizionale rispetto alle società

²⁰ In tale aggregazione si considerano società operanti nel segmento bancario, assicurativo e nel settore dei servizi finanziari in genere.

²¹ La scelta di osservare i valori mediani anziché medi è dettata dalla volontà di smorzare considerevolmente il peso dei valori anomali. Come risaputo, la mediana è un indicatore di posizione centrale robusto rispetto agli outliers. Risulta oltremodo utile quando si considera un campione caratterizzato da forti squilibri al suo interno, tipici del mondo composito e variegato delle società non quotate, disporre di indicatori robusti per evitare che poche osservazioni possano alterare le sintesi degli indicatori di interesse, in particolare quando la presenza di molti outliers può decurtare in modo anche considerevole l'ampiezza campionaria.

caratterizzate da un sistema di amministrazione e controllo di tipo alternativo. Tale evidenza non emerge tuttavia in modo netto in termini di valore dell'attivo.

Se si pongono a confronto le mediane relative agli indicatori per i due diversi sistemi di governance alternativi si evince in modo ancora più deciso come siano le società caratterizzate da un sistema di tipo dualistico le più piccole, con evidenze in termini di valore della produzione, utile di esercizio e numero di dipendenti decisamente inferiori rispetto alle società con sistema monistico e tradizionale.

Osservando però i dati medi di alcuni indicatori, quali il totale attivo, il totale debiti e il numero dei dipendenti, si rileva come le società con sistema di governance di tipo monistico evidenzino una minore dimensione rispetto al modello tradizionale e al modello dualistico. Tali evidenze, in parte contrastanti, delineano un quadro d'insieme piuttosto articolato. Emerge tuttavia con chiarezza che le società con un sistema di governance di tipo alternativo siano più piccole rispetto alle società che hanno mantenuto un sistema di tipo tradizionale. Queste evidenze sembrano confermare, anche se in modo meno marcato²², quanto riscontrato da precedenti studi presenti in letteratura (Bellavite Pellegrini, 2009). Le peculiarità insite nei modelli di governance alternativi rendono il contesto maggiormente complesso. In particolare, per quanto riguarda il sistema di governance monistico, che si caratterizza per strutture maggiormente flessibili e/o più snelle, alle quali può potenzialmente accompagnarsi un risparmio di tempo e costi, si potrebbe pensare che questo sia preferito da società di dimensioni minori. Se si osservano però alcune poste di bilancio²³, sembrano emergere considerazioni differenti.

Tabella 5. Statistiche descrittive del campione.

Indici di redditività, struttura finanziaria e proprietaria

		Sistema di governance tradizionale	Sistema di governance monistico	Sistema di governance dualistico	Sistemi di governance alternativi (dati aggregati)
ROE ²⁴	Media	-2,90%	-49,40%	-12,90%	-32,34%
	Mediana	1,77%	2,11%	0,93%	1,42

²² Queste lievi differenze sono dovute all'eterogeneità spaziale e temporale di estrazione dei campioni oggetto dei lavori in questione.

²³ Per quanto riguarda il valore della produzione, l'utile d'esercizio e, anche se in misura minore, il patrimonio netto, nei loro valori mediani.

²⁴ Il ROE (Return On Equity) è definito come rapporto tra utile netto e patrimonio netto.

Leverage ²⁵	Media	55,72%	54,66%	53,10%	53,93%
	Mediana	57,83%	59,62%	54,32%	56,96%
Numero totale azionisti	Media	6	8	6	7
	Mediana	3	3	2	3
Possesso del primo azionista	Media	65,72%	66,27%	68,96%	67,26%
	Mediana	61,50%	68,37%	78,53%	71,34%
Possesso del secondo azionista	Media	17,83%	16,40%	13,19%	15,03%
	Mediana	16,34%	11,73%	8,31%	10,45%
Imprese soggette a direzione e coordinamento	%	23,8%	29,25%	34,11%	31,52%

Fonte: elaborazioni dai bilanci d'esercizio e dai verbali d'assemblea

L'analisi del ROE in termini mediani rivela una maggiore redditività in capo alle società caratterizzate da un sistema di tipo monistico (2,11%) seguito dalle società con sistema tradizionale (1,77%). Le società che hanno adottato un sistema dualistico sembrano essere invece caratterizzate da una minore redditività (0,93%).

La letteratura ha a lungo sottolineato l'importante ruolo del debito finanziario nei meccanismi di governance societaria (Larcker et al. 2007), quale *proxy* di possibili conflitti di interesse tra azionisti e creditori. Da questo punto di vista un'elevata leva può rappresentare un valido strumento di identificazione della fragilità finanziaria d'impresa (De Socio, 2010) legato alla presenza di un forte rischio finanziario (Zattoni, 2006). L'indice di leverage mediano, indicatore della struttura finanziaria delle società, sembra delineare un quadro caratterizzato da società con sistema di governance monistico maggiormente indebitate, seguite dalle società che hanno adottato un sistema di tipo tradizionale. Le società che hanno adottato un sistema di governance duale, infine, sembrano rivelare una struttura finanziaria caratterizzata da un minor peso del debito, sia in termini medi che mediani.

Per quanto riguarda la struttura proprietaria delle imprese, le statistiche relative evidenziano, in linea generale, la presenza di strutture fortemente concentrate, tipiche del tessuto societario italiano, caratterizzate dalla presenza di pochi azionisti e da una percentuale di possesso mediano del primo azionista piuttosto elevata, soprattutto nei sistemi di governance alternativi complessivamente considerati. In particolare i dati rivelano come, tra le società con sistemi di *governance* alternativi, siano tuttavia le società dotate di un sistema di governance monistico a denotare una struttura proprietaria meno concentrata, con un valore mediano del

²⁵ L'indicatore di Leverage è dato dal rapporto tra il totale debiti e il totale dell'attivo.

numero di azionisti pari a 3 (vs 2 del sistema di tipo dualistico). Tali evidenze risultano confermate anche dall'analisi del possesso mediano del primo azionista nei due rispettivi campioni di società con sistemi di *governance* alternativi (68,37% vs 78,53%). La tabella 6 mostra la composizione media e mediana dei diversi organi di *governance* societaria, in relazione ai diversi sistemi oggetto di analisi.

Tabella 6. Analisi della Composizione degli organi societari dei diversi campioni - numerosità di soggetti

	Sistema di governance tradizionale		Sistema di governance monistico		Sistema di governance dualistico	
	CdA	Collegio Sindacale	CdA	Comitato di controllo	Consiglio di gestione	Consiglio di sorveglianza
Media	3,28	3,08	5,55	2,06	3,63	4,50
Mediana	3	3	5	2	3	3
	Totale sistema Tradizionale		Totale sistema Monistico		Totale sistema Dualistico	
Media	6,28		5,55		8,08	
Mediana	6		5		6	

Fonte: elaborazioni dai bilanci d'esercizio

Come è intuitivo pensare, i dati in tema di composizione degli organi di amministrazione e controllo rivelano una numerosità totale, sia media, sia mediana, inferiore per quanto riguarda il sistema di tipo monistico rispetto a quello tradizionale e a quello dualistico. In particolare, osservando lo specifico organo di controllo, le evidenze empiriche mostrano un maggior numero medio di componenti per quanto riguarda il Consiglio di Sorveglianza delle società con sistema dualistico e il Collegio Sindacale delle società con sistema tradizionale, rispetto alla composizione del Comitato per il controllo sulla gestione, organo investito delle funzioni di controllo nel sistema monistico²⁶. Nella tabella 7 si presentano le statistiche descrittive relative ai costi degli organi dei diversi sistemi di amministrazione e controllo societari. Tali statistiche sono oggetto di un'indagine di regressione nel quinto paragrafo.

Tabella 7. Analisi dei compensi complessivi degli organi societari dei diversi campioni (E)

²⁶ Va precisato che, seppur accomunati da una funzione di controllo, la legge attribuisce ai tre organi dei diversi sistemi di *governance* (Collegio Sindacale nel sistema tradizionale, Consiglio di Sorveglianza nel sistema dualistico e Comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico) funzioni e compiti diversi in relazione alla diversa struttura di ciascun sistema, con l'obiettivo comune di determinare un modello efficace dal punto di vista dei controlli in grado di minimizzare i conflitti di agenzia che possono instaurarsi all'interno dell'impresa.

	Sistema di governance tradizionale		Sistema di governance monistico		Sistema di governance dualistico	
	Compenso CdA	Compenso Collegio Sindacale	Compenso CdA	Compenso Comitato di controllo	Compenso Consiglio di gestione	Compenso Consiglio di sorveglianza
Media	192.340	22.796	138.343	10.088	186.426	54.181
Mediana	116.113	16.484	63.988	6.300	100.000	28.246
	<i>Totale compensi sistema tradizionale</i>		<i>Totale compensi sistema monistico</i>		<i>Totale compensi sistema dualistico</i>	
Media	218.339		151.051		239.538	
Mediana	142.121		105.976		154.259	

Fonte: elaborazioni dai bilanci d'esercizio

Le evidenze empiriche sottolineano un maggior costo medio e mediano in capo al Consiglio di amministrazione del sistema di tipo tradizionale, mentre l'organo di gestione meno costoso sembra essere il Consiglio del sistema monistico²⁷. Tali risultanze in termini di dimensione dei costi risultano confermate anche per quanto riguarda l'organo investito di funzioni di controllo, ove ancora una volta sembra essere il Comitato per il controllo interno del sistema monistico il meno costoso. Se si osservano i compensi complessivi dei rispettivi sistemi di governance, le evidenze sembrano suggerire un risparmio di costi per il sistema di tipo monistico (pari a 105.976 euro in termini mediani) e costi maggiori per i sistemi di tipo dualistico e tradizionale, dalle dimensioni piuttosto simili (154.259 euro in termini mediani per il sistema dualistico e 142.121 euro in termini mediani per il sistema tradizionale). I valori esposti nella tabella 7 assumono ancor più significato se messi in relazione con la numerosità (media e mediana) dei componenti dei diversi organi societari caratterizzanti i diversi sistemi di governance, esposti nella tabella 6. A fronte di una composizione (sia media sia mediana) caratterizzata da una numerosità di soggetti per gli organi del sistema di governance di tipo monistico non dissimile dagli altri modelli di governance (5,55 il valore medio e 5 il valore mediano), infatti, si rileva come il costo complessivo relativo a tali organi societari (sia medio sia mediano) risulti di gran lunga inferiore rispetto ai costi complessivi rilevati per il sistema di tipo dualistico e tradizionale. Tale evidenza induce a ritenere possibile un effettivo risparmio di costi per le società che hanno adottato un sistema di tipo monistico.

Il "totale compensi organi societari" costituisce una grandezza di fondamentale importanza al fine del presente studio, volto a verificare l'esistenza, *ceteris paribus*, di un possibile

²⁷ Il sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico presenta invece dei compensi per l'organo di gestione più simili a quelli rilevati per il sistema di tipo tradizionale.

risparmio di costi associato all'utilizzo di un modello di amministrazione e controllo alternativo rispetto al sistema di governance tradizionale. L'analisi che segue intende, infatti, verificare, al netto di altre variabili, se la scelta di un sistema di *governance* diverso da quello tradizionale porti ad un risparmio sul costo totale dei membri degli organi.

5. I risultati dell'analisi di regressione.

Nell'analisi sviluppata di seguito sono stati utilizzati tre diversi modelli di regressione lineare multipla, caratterizzati dalle medesime variabili esplicative e dalla stessa variabile dipendente, ma che si differenziano per la diversa tipologia di dati utilizzati.

La variabile dipendente dei modelli di regressione stimati è data dal totale dei compensi degli organi societari: nel caso del sistema di amministrazione e controllo tradizionale tale variabile è stata ottenuta dalla somma dei compensi spettanti al Consiglio di Amministrazione ed al Collegio Sindacale, nel sistema di governance monistico sommando i compensi del Consiglio di Amministrazione con quelli del Comitato per il controllo interno ed infine nel sistema di tipo dualistico la variabile è stata determinata dalla somma tra compenso spettante al Consiglio di Gestione e quello relativo al Consiglio di Sorveglianza.

Nel primo modello viene posta l'enfasi sul confronto tra i costi del sistema di amministrazione e controllo tradizionale e sistema monistico mentre il secondo modello pone a confronto il sistema di governance tradizionale con il sistema dualistico. Infine si stima un modello congiunto in cui sono analizzati i costi degli organi di ambedue i sistemi alternativi (comunque distinti nel modello) confrontati con quelli del sistema tradizionale. I tre modelli di regressione di cui a breve presentiamo le stime si articolano come segue:

$$\begin{aligned} \text{tot. compensi org. societari}_i = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{sistema alternativo}_i + \beta_2 \cdot \log(\text{tot. valore della} \\ & \text{produzione})_i + \beta_3 \cdot \log(\text{tot. attivo})_i + \beta_4 \cdot \text{numero soci tot.}_i \\ & + \beta_5 \cdot \text{direzione e coordinamento}_i + \beta_6 \cdot \text{num. totali membri org. soc}_i + \beta_7 \cdot \text{settore}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

dove, in luogo della variabile "sistema alternativo", metteremo una *dummy* indicante il sistema monistico e una *dummy* indicante il sistema dualistico nei due differenti modelli.

Un focus particolare che deriva dalle statistiche descrittive analizzate e dagli spunti presenti in letteratura è quello di porre l'attenzione sul sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico quale quello potenzialmente in grado di garantire un risparmio di costi. Ci si aspetterà quindi un coefficiente negativo e significativo per tale variabile.

Tabella 8. Analisi di regressione dei compensi degli organi societari²⁸

²⁸ Il numero di società che compone il modello stimato differisce da quello nelle statistiche descrittive a causa della presenza di valori mancanti nel database Aida per quanto concerne i dati di bilancio e per le lacune sui dati della struttura proprietaria presenti talvolta nei verbali delle assemblee.

	Modello 1 (Sistema monistico vs tradizionale)	Modello 2 (Sistema dualistico vs tradizionale)	Modello 3 (Sistema monistico e dualistico vs tradizionale)
<i>Variabili</i>	<i>Stime dei coefficienti</i> <i>(Errori standard robusti)²⁹</i>		
Sistema monistico	-67.917,55* (29.657,3)	-	-76.363,55** (28.089,28)
Sistema dualistico	-	11.474,9 (37.169,94)	14.966,97 (35.354,35)
Log (Totale valore della produzione)	22.831,99** (7.895,469)	28.867,56** (10.173,62)	22.917,42** (7.104,671)
Log (Totale attivo)	41.850,46** (11.807,12)	36.379,91** (11.406,86)	39.076,47** (9.904,15)
Numero soci totali	-1.370,476** (476,9534)	-1.659,616** (616,1054)	-1.759,443** (546,6142)
Società soggetta a direzione e coordinamento	-90.492,29** (23.416,03)	-89.076,74** (25.894,38)	-82.484,89** (22.343,62)
Numero totali membri organi societari	32.455,51** (8.823,492)	39.894,23** (10.715,47)	37.074,67** (8.834,237)

	Modello 1 (Sistema monistico vs tradizionale)	Modello 2 (Sistema dualistico vs tradizionale)	Modello 3 (Sistema monistico e dualistico vs tradizionale)
<i>Variabili</i>	<i>Stime dei coefficienti</i> <i>(Errori standard robusti) (29)</i>		

²⁹ Le stime degli errori standard, riportate in parentesi sono corrette per eteroschedasticità, secondo quanto prescritto dalla letteratura, in seguito alla violazione dell'assunzione di omoschedasticità diagnosticata dal test di Breusch-Pagan. I risultati sono stati altresì controllati per eterogeneità regionale.

<i>Numero osservazioni</i>	di 423	401	495
<i>R2</i>	0,23	0,27	0,26
<i>Test F sul modello complessivo</i>	5,34**	5,14**	5,87**
<i>Test F sui coefficienti dei settori</i>	1,33	1,17	1,78
<i>Test Breusch Pagan</i>	308,76**	355,91**	402,28**

** p-value<0,01; * p-value<0,05. (Errori standard in parentesi)

La tabella 8 presenta i risultati dell'analisi di regressione. Alcune premesse alla lettura vanno effettuate: in prima battuta la tabella non presenta le stime del vettore dei coefficienti dei settori, dal momento che esse non risultano congiuntamente significative³⁰ ai fini della determinazione di differenze nei costi. In seconda battuta, le variabili esplicative non risentono di problemi di multi-collinearità³¹.

Come è possibile osservare, il sistema che denota costi maggiormente contenuti è indubbiamente il sistema monistico che, al netto delle altre variabili di controllo, si presenta come più parsimonioso rispetto a quello tradizionale. Tale risultato conferma le analisi di statistica descrittiva che già evidenziavano dei costi minori per gli organi societari di tale sistema di governance. Tale evidenza potrebbe essere criticata sulla base della constatazione che il sistema monistico costi meno perché il numero degli organi è minore; a supporto dei risultati dell'analisi va invece sottolineato come il modello implementato includa tra le variabili esplicative il numero di membri totali degli organi quale variabile di controllo. Tale variabile è assunta come linearmente correlata ai costi e risulta significativamente positiva, in accordo alle attese. Pertanto il confronto, effettuato a parità di membri degli organi, conferma l'evidenza di un risparmio di costi a favore del modello monistico.

Il secondo modello proposto, che pone a confronto il sistema dualistico ed il sistema tradizionale, integra le indicazioni date dalle analisi descrittive.

Come si evince dal modello, in accordo alle evidenze dei dati medi e mediani, il sistema dualistico presenta un costo medio più elevato, anche se l'apporto dell'analisi di regressione rileva una differenza non significativa. Un'analisi aggregata del contributo delle variabili di

³⁰ Un test F effettuato sui soli coefficienti dei settori induce a non rigettare l'ipotesi che almeno uno di essi sia significativamente diverso da zero come indicato per tutti e tre i modelli presi in esame.

³¹ Infatti il valore massimo osservato del *Variation Inflation Factor* (che non abbiamo inserito nel tabulato per non appesantire la trattazione) nel modello 3 è pari a 2.40 per il logaritmo del valore della produzione (e generalmente inferiore a 2 per le altre variabili), comunque abbondantemente sotto la soglia di 5, comunemente utilizzata in letteratura per diagnosticare la presenza di un livello di collinearità patologico per la robustezza delle stime. Risultati del tutto analoghi, e confermati per tutte le variabili esplicative, si riscontrano nei modelli 1 e 2.

controllo — non riportata nel lavoro per ragioni di chiarezza espositiva — evidenzia una correlazione positiva tra tutti gli indicatori di *size*³² ed i costi degli organi di governance societari che in generale sottolineano un maggior numero di membri per le imprese di dimensioni maggiori che devono in genere svolgere mansioni più gravose. Elemento di indubbio interesse è come le società con un numero di soci maggiore abbiano costi minori degli organi. Tale evidenza potrebbe essere dovuta ad un maggiore controllo e attenzione da parte di un azionariato meno concentrato sull'operato degli organi di amministrazione e controllo³³, anche se maggiori considerazioni in merito potrebbero essere spese solo considerando le quote di partecipazione dei principali azionisti³⁴.

Si deve inoltre dare rilievo al fatto che le società soggette a direzione e coordinamento costino in media di meno, in quanto, ragionevolmente, alcune delle funzioni di controllo potrebbero essere demandate agli organi della controllante o comunque potrebbero fare parte di un gruppo e all'interno del gruppo i soggetti potrebbero assumere cariche per un compenso forfettario complessivo.

I risultati del terzo modello, infine, confermano in modo coerente quelli ottenuti con il primo. Nel confronto, ottenuto a parità di condizioni e con un campione completo (che coinvolge quindi le società dotate di tutti e tre i sistemi), il sistema monistico appare come il più parsimonioso, grazie ad un risparmio medio netto di circa 76.500 E sui costi degli organi. Ovviamente si deve tenere conto che tale analisi identifica un effetto medio dell'adozione del monistico sui costi degli organi, relativi ad un profilo medio delle società campionate. Come possiamo notare dall'elevato valore dell'errore standard (di poco inferiore ai 30.000 E), l'intervallo di confidenza che sarebbe possibile costruire (con i livelli di fiducia canonici) prevede un range di valori di risparmio ammissibili compresi fra le poche migliaia di euro e valori anche superiori ai 100.000 E, sempre compatibili con il risultato del modello.

6. Aspetti conclusivi e agenda di possibili lavori.

Il presente lavoro ha indagato la relazione fra la scelta di un sistema di governance societario e costo degli organi relativi. Tale analisi è stata preceduta, in risposta al primo quesito del lavoro, da una sintesi descrittiva preliminare sulla ripartizione settoriale e

³² Fra le variabili di *size* la scelta di applicare il logaritmo naturale al valore della produzione e al totale dell'attivo non altera il segno della correlazione in quanto si tratta di una trasformazione monotona. L'impiego del logaritmo per variabili di *size* positive permette di interpretare nel quadro di un modello lineare fenomeni di rendimenti di scala decrescenti. Infatti nel modello si assume che l'incremento di un euro nell'attivo sia di maggiore impatto quando la società è piccola rispetto alla situazione in cui la società si mostri di grande dimensione.

³³ Volti a verificare la reale efficienza dell'operato svolto da tali organi e il giusto equilibrio tra compiti e remunerazione relativa. Tali controlli potrebbero, in linea di massima, non essere così stringenti nel caso invece di società caratterizzate da un azionariato più concentrato (quale ad esempio il modello tradizionale e dualistico - valori medi), ove potrebbero sorgere distorsioni nell'allocazione dei compensi degli organi nonché della loro dimensione.

³⁴ Se si incrociano infatti le evidenze in tema di strutture proprietarie — relative alle percentuali detenute dal primo e secondo azionista — con i dati relativi al numero dei soci, sembra emergere un quadro piuttosto articolato che potrebbe rappresentare uno dei possibili sviluppi di questo lavoro di ricerca.

geografica delle società adottanti i diversi sistemi di governance introdotti dalla riforma; si è evidenziato come non sussista un effetto quantificabile in modo significativo della ripartizione settoriale sull'adozione di un particolare sistema di governance. Una ripartizione geografica che vede le società con sistemi alternativi situate prevalentemente nel Nord Ovest appare invece di maggior rilievo, confermando e aggiornando le prime evidenze relative all'implementazione dei nuovi sistemi su dati del 2006 (Bellavite Pellegrini 2009). Anche le analisi precedenti sui principali dati operativi delle società vengono confermate, seppur con differenze più sfumate, mostrando come le società che adottano i sistemi alternativi siano mediamente di dimensioni ridotte rispetto a quelle che mantengono un sistema tradizionale.

Il tema esplorato nel proseguo dell'articolo, che costituisce l'asse portante del lavoro e che viene identificato come quesito di ricerca numero 2, riguarda l'effetto della scelta di uno specifico sistema di governance sui costi degli organi di amministrazione e controllo. I risultati evidenziano come la scelta di un determinato sistema abbia effetti sulla determinazione dei costi degli organi, unitamente alla struttura patrimoniale dell'impresa, alle sue dimensioni e alla struttura proprietaria. In definitiva, la scelta di un sistema di governance impatta su molti fattori fra cui i costi degli organi che mutano dopo un cambio di sistema. L'analisi svolta, utilizzando dati di bilancio al 2008 ha quindi confrontato i costi complessivi dei diversi sistemi di governance alternativi introdotti dalla riforma del 2004, rappresentati dai compensi totali (medi e mediani) — con il sistema tradizionale che permane anche dopo la riforma.

I risultati confermano l'ipotesi che, a parità del numero di membri degli organi, il sistema monistico, composto da un unico organo di gestione e controllo, costi meno del tradizionale, confermando la sua maggiore agilità e flessibilità (Ghezzi e Malberti, 2008) seppur in un contesto nel quale è stato selezionato solo da un numero estremamente ridotto di società (Bellavite Pellegrini, 2009). L'analisi è proseguita con un confronto fra sistema dualistico e tradizionale e con un confronto globale fra tutti e tre i sistemi, sempre nell'ambito di una tiepida adesione ai sistemi alternativi da parte delle società iscritte nel Registro delle Imprese. I risultati ottenuti portano a non considerare significative le differenze fra i costi del sistema dualistico e tradizionale e a rafforzare il dato sul risparmio nei compensi dei membri degli organi di amministrazione e controllo caratterizzanti l'adozione di un sistema monistico.

I dati rilevati in tema di risparmio di costi in capo al sistema di governance monistico e per contro la scarsa adesione a tale sistema da parte delle società oggetto di analisi, pongono interessanti quesiti e riflessioni sulle motivazioni di tali evidenze. Sarebbe interessante, infatti, approfondire le ragioni per cui un sistema che si presenta come duttile, poco costoso e flessibile non abbia comunque ottenuto il gradimento che sarebbe atteso da una semplice analisi di costi e benefici. Inoltre, un altro aspetto di grande interesse risiede nell'evidenza di come società caratterizzate da un maggior numero di soci evidenzino un costo minore degli organi. Sebbene possano essere avanzate alcune ipotesi a riguardo, già accennate nel paragrafo cinque, si ritiene opportuna una maggiore attenzione ed analisi anche da un punto di vista empirico, implementando modelli che tengano in considerazione anche le strutture proprietarie e le quote di partecipazione dei principali azionisti. Tale aspetto potrebbe rappresentare uno spunto di riflessione per futuri lavori di ricerca

Bibliografia.

- BAKER, G.P., JENSEN, M.C., MURPHY, K.J. (1988), *Compensation and incentives: Practice vs Theory*, *Journal of Finance*, 43, 593-616.
- BAYSINGER, B.D., BUTLER, H. (1985), *Corporate governance and the boards of directors: Performance effects of changes in board composition*, *Journal of Law, Economics and Organizations*, 1, 101-124.
- BELCREDI, M., CAPRIO, L. (2003), *Struttura del CdA ed efficienza della corporate Governance*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/03, 61-80.
- BELLAVITE PELLEGRINI, C. (2006), *La riforma del diritto societario: alcune prime evidenze empiriche. La riforma del diritto societario: approfondimenti ed esperienze*, *Osservatorio sulla Riforma del Diritto Societario della Camera di Commercio di Milano*, 25-62, Il Sole 24 Ore, Milano.
- BELLAVITE PELLEGRINI, C. (2009), *Evoluzione e dinamica quantitativa delle diverse forma giuridiche di soggetti economici in Italia*, *Osservatorio sulla Riforma del Diritto Societario della Camera di Commercio di Milano*, 1-43, Il Sole 24 Ore, Milano.
- BELLAVITE PELLEGRINI, C., PELLEGRINI, L., SIRONI, E. (2010), *Why do Italian joint stock companies adopt one or two tier board?*, *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 1, 3-25.
- BELLAVITE PELLEGRINI, C., SIRONI, E. (2011), *Quanto costano i controlli? Regolamentazione e costo del sistema dei controlli nelle società quotate in Italia*, *Rivista delle Società*, anno LVI Fasc. 5, 878-910.
- BERTRAND, M., MULLAINATHAN S., (2001), *Are CEO's rewarded for luck? The ones without principals are*, *Quarterly Journal of Economics*, 116 (3), 901 - 932.
- BHAGAT, S., BLACK, B. (1999), *The uncertain relationship between board composition and firm performance*, *Business Lawyer*, 54, 921-963.
- BRYAN, S.H, HWANG, L.S., KLEIN, A., LILIEN, S. (2000), *Compensation of Outside Directors: An Empirical Analysis of Economic Determinants*, *NYU Working Paper No. 2451/ 27453*.
- BRUNELLO, G., GRAZIANO, C., PARIGI, B. (1999), *Ownership or Performance: What Determines Board of Directors' Turnover in Italy?*, *Fondazione E.N.I. Enrico Mattei*, Working paper N. 30.99.
- COLES, J.L., DANIEL, N.D., NAVEEN, L. (2006), *Managerial incentives and risk-takings*, *Journal of Financial Economics*, 79, 431-468.
- CORE, J.E., GUAY, W., LARCKER, D.F. (2003), *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*, *Economic Policy Review*, 9 (1), 27-50.
- DE SOCIO, A. (2010), *La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale*, *Occasional Paper*, Banca D'Italia.
- DROBERTZ, W., SCHILLHOFER, A., ZIMMERMAN, H. (2004), *Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany*, *European Financial Management*, 10, 267293.

- ENRIQUES, L., SCASSELLATI SFORZOLINI, G. (2007a), *Adozione del sistema monistico da parte di una società quotata: il caso Ducati Motor Holding S.p.a.*, *Notariato*, 279-288.
- ENRIQUES, L., SCASSELLATI SFORZOLINI, G. (2007b), *Difficoltà “dualistiche” della nuova governance*, *Il Sole 24 Ore*, Milano.
- FAMA, E.F, JENSEN, M.C. (1983), *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law & Economics*, 26, 301-325.
- FRATINI, F., TETTAMANZI, P. (2010), *Corporate governance and performance: Evidence from Italian companies. Discussion paper, JMG workshop*, 7 September 2010.
- GHEZZI, F. (2003), *La riforma delle società di capitali. Un confronto tra i sistemi di amministrazione e controllo: primi appunti sulle caratteristiche dei modelli dualistico e monistico*, in www.associazionepreite.it.
- GHEZZI, F., MALBERTI, C. (2008), *Corporate law reforms in Europe: The two-tier model and the one-tier model of corporate governance in the Italian reform of corporate law*, *European Company and Financial Law Review*, 5 (1), 1-47.
- GIOVANNINI, R. (2009), *Corporate governance, family ownership and performance of Italian firms*, *Journal of Management and Governance*, 14 (2), 145-166.
- HERMALIN, B. E., WEISBACH, M. S. (1988), *The determinants of board composition*, *Journal of Economics*, vol. 19 (4), 589-606.
- HERMALIN, B. E., WEISBACH, M. S. (2010), *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A conceptual Framework and Survey*, *Journal of Economic Literature*, 48 (1), 58-107.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. (1976), *Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- JUNGMANN, C. (2006), *The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems*, *European Company and Financial Law Review*, 3, 426-474.
- LARCKER, D.F., RICHARDSON, S.A., TUNA, I. (2007), *Corporate Governance and Accounting Outcomes*, *The Accounting Review*, 83 (4), 963-1008.
- MAZZOTTA, R. (2007), *La Corporate Governance e le performance aziendali - Un'analisi sulle società italiane quotate in borsa*, Franco Angeli, Milano.
- Miller-Reyes, B., Zao, R. (2010), *A comparison between one-tier and two-tier board structures in France*, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21 (3), 279-310.
- NEUMAN, W. L. (2005), *Social research methods: Quantitative and qualitative approaches*. Allyn & Bacon, Boston.
- NOBOLO, A., MAGLI, F. (2006), *Evolution of corporate Governance control in manufacturing firms*, *Emerging Issues in International Accounting & Business conference 2006*, 677-699 Ed. Università di Padova, Padova.
- NOBOLO, A. (2007), *Corporate Governance e sistema duale: è efficace ed efficiente?*, XXI convegno Fondazione Brescia.
- PARBONETTI, A. (2006), *Corporate Governance - Problemi di configurazione dell'organo di governo e riflessi sugli andamenti aziendali*, Giuffrè Editore, Milano.

- SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. (1997), *The limits of arbitrage*, *The Journal of Finance*, 52 (1), 35-55.
- VENTORUZZO, M. (2005), *Experiments in comparative corporate law: The recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition*, *Texas International Law Journal*, 40 (1), 113-140.
- WEIR C.D, LAING D.L., MCKNIGHT P.J. (2002), *Internal and External Government Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(5-6), 579-611.
- Z_{ATTONI} A. (2006), *Assetti proprietari e corporate governance*, EGEA, Milano.
- ZATTONI, A, ZONA, F. (2002), *La retribuzione del top management in Italia: aspetti teorici ed evidenze empiriche*, in *L'evoluzione degli assetti di Corporate Governance*, Clueb, Bologna.