

Family business *e performance aziendale delle società italiane*

Paola Demartini, Andrea Simone

4.1 *Introduzione*

L'effetto della struttura proprietaria delle imprese sulla performance e la crescita del sistema economico è oggi al centro di un intenso dibattito. Il campo degli studi sulle teorie di impresa si è tradizionalmente rivolto al modello della *public company* come un paradigma organizzativo in grado di indirizzare più efficacemente le imprese verso obiettivi di creazione del valore. Le analisi sulla diffusione del capitalismo familiare evidenziano, tuttavia, una presenza rilevante, talvolta maggioritaria, di società caratterizzate da una forte concentrazione dell'azionariato nelle mani di uno o più membri di una dinastia imprenditoriale, finanche tra le società quotate (Faccio, Lang, 2002; Claessens *et al.*, 2000; Morresi, 2009b), invalidando potenzialmente l'ipotesi di superiorità del sistema di *governance* della *public company*. I benefici in termini di minori costi di agenzia associati ad assetti proprietari meno diluiti e a un accentramento delle funzioni decisionali in capo agli stessi azionisti di maggioranza, lasciano presupporre che il sistema di governo familiare possa rappresentare un modello premiante, con riferimento alla performance contabile e di mercato, rispetto a un modello non familiare (Morresi, 2009a). Questa tesi viene inoltre corroborata dagli sviluppi teorici della *stewardship theory* (Davis *et al.*, 1997) e della *resource-based view* (Zahra *et al.*, 2004; Habbershon, Williams, 1999), entrambe inclini a enfatizzare i vantaggi strutturali connessi a un sistema di *governance family-oriented*.

Tuttavia, l'impresa familiare non è immune da potenziali elementi di criticità. Le problematiche successorie, la scarsa diversificazione di portafoglio, l'estrazione di benefici privati da parte dei familiari a danno degli azionisti di minoranza, la rinuncia ai benefici derivanti dalla specializzazione delle funzioni decisionali rappresentano minacce non trascurabili alla realizzazione di un efficiente governo societario. In questa prospettiva,

analizzare i *drivers* e i *drainers* della performance aziendale nelle imprese familiari è un esercizio intellettuale non privo di interessanti suggestioni. Del resto, ogni sistema di governo delle imprese è caratterizzato da conflitti e possibili fonti di inefficienza che non permettono di identificare a priori il modello ottimale. Verificare sotto quali condizioni l'impresa familiare costituisca un *habitat* fecondo del gene dell'imprenditorialità e sotto quali ipotesi è possibile supporre l'esistenza di un legame significativo tra *familiness* di un'impresa e risultati aziendali, identifica un filone di studi ormai consolidato a livello internazionale, ma poco approfondito a livello nazionale, con alcune rilevanti eccezioni (*i.a.* Corbetta, 1995; Corbetta *et al.*, 2011; Montemerlo, 2005; Morresi, 2008, 2009a, 2009b). Lo studio effettuato in questa sede si inquadra precisamente nel *framework* degli studi aziendali sul *family business* e si basa su un approccio comparativo che si pone l'obiettivo di confrontare le differenze tra i due gruppi di imprese (familiari e non familiari) in cui è stato ripartito il campione analizzato, composto da 193 società italiane quotate sulla Borsa di Milano ininterrottamente dal 2004 al 2006.

4.2 Un sintesi dell'evidenza empirica internazionale

4.2.1 Le principali tipologie di analisi

Come efficacemente evidenziato in Morresi (2009a), le indagini che hanno ad oggetto l'impatto del carattere *family* dell'impresa sulla performance aziendale posso essere ricondotte a due macro-aree:

1. la valutazione del differenziale di performance riscontrabile tra imprese familiari e imprese non familiari (*public company*, *state-owned*, fondi comuni, ecc.); l'obiettivo è quello di verificare, *ceteris paribus*, se il coinvolgimento dei familiari nella proprietà e/o nella gestione dell'impresa possa costituire un elemento di miglioramento della performance rispetto ad assetti societari caratterizzati dalla presenza di azionisti non legati da rapporti di parentela. Questa tipologia di analisi può essere condotta avendo riguardo di:
 - a. distinguere le imprese familiari da quelle non familiari, sottoponendo i due sottogruppi a regressioni e test statistici di confronto per verificare quale dei due realizza i risultati migliori;
 - b. valutare nell'ambito delle sole imprese familiari se al crescere del coinvolgimento dei familiari nella compagine societaria dell'impresa si registrino evidenti miglioramenti o peggioramenti nella performance;

- c. osservare le variazioni di performance in corrispondenza di un passaggio generazionale, al fine di verificare se le successioni familiari determinano aumenti o riduzioni di performance in confronto a quelle non familiari;
2. l'analisi delle scelte di *governance* (percentuale di amministratori indipendenti, *CEO duality*, presenza di *outside blockholder*, ecc.) e delle condizioni di contesto (settore, contesto giuridico, qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori, ecc.) in presenza delle quali il modello familiare risulti essere più 'performante' rispetto alle tipologie di imprese.

Nel seguito si terrà conto, principalmente, degli studi riconducibili alla tipologia sub 1b, cui parimenti si può ricomprendere l'indagine empirica condotta ai fini del presente studio.

4.2.2 Campionamento, definizione di impresa familiare e aspetti metodologici

La struttura dei test empirici, con riferimento alla selezione del campione, alla formulazione delle ipotesi di ricerca e all'individuazione delle variabili di analisi, influenza in maniera determinante i risultati finali ottenuti. In questa sede, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, si cerca di trarre qualche indicazione di massima sulle metodologie utilizzate negli studi sul legame tra impresa familiare e performance, con l'obiettivo di individuare una *best practice* internazionale nell'approccio alle indagini sul tema.

Con riferimento al campione d'indagine, si evidenzia quanto segue:

1. le imprese analizzate sono, in linea di massima, quotate sui mercati regolamentati, con l'eccezione di alcuni studi che non utilizzano questo criterio nella selezione del campione (*i.a.* Kim, 2006; Chrisman *et al.*, 2004; Bennedsen *et al.*, 2006; Schultze *et al.*, 2001); la scelta si giustifica in ragione della maggiore reperibilità dei dati sull'andamento finanziario e sugli assetti societari delle imprese quotate, soggette in tal senso a specifici obblighi informativi;
2. benché il *family business* sia un fenomeno maggiormente radicato nelle organizzazioni di minori dimensioni (laddove si configura come modello di *governance* prevalente), la conseguenza diretta della scelta metodologica di cui al punto 1 è la focalizzazione sulle imprese di medie e grandi dimensioni;
3. la numerosità del campione differisce molto tra uno studio e l'altro, «si va dalle 68 imprese di Randoy & Goel (2003) fino alle circa 2000 del campione di Kim (2006)» (Morresi, 2009a);
4. le indagini si concentrano prevalentemente su un singolo paese,

- con l'eccezione di alcuni studi *cross-country* (Claessens *et al.*, 2002; Maury, 2006; Barontini, Caprio, 2006);
5. l'arco temporale osservato varia da un solo anno (Chrisman *et al.*, 2004; Maury, 2006; Claessens *et al.*, 2002; Mishra *et al.*, 2001; Schultze *et al.*, 2001; Filatochev *et al.*, 2005; McConaughy, 2000; Perez-Gonzalez, 2006), a tre o cinque anni (Morresi, 2009b);
 6. relativamente ai settori, si nota una maggiore presenza del modello familiare nel manifatturiero e, in generale, nei settori tradizionali e *labour intensive*; in linea di massima, sono stati eliminati dal campione le imprese finanziarie e, talvolta, anche le *utilities*, nella misura in cui queste differiscono notevolmente dalle altre imprese sia nella struttura proprietaria che nelle modalità di valutazione della performance aziendale.

Con riferimento alle definizioni di impresa familiare adottate nei diversi studi, si nota un'incidenza pressoché costante dell'approccio *structure-based*, che implica l'individuazione di un valore soglia del pacchetto di controllo, detenuto dalla coalizione familiare dominante, considerato sufficiente a garantire la stabilità degli assetti proprietari¹; si definiscono, quindi, imprese familiari quelle imprese in cui la famiglia detiene un pacchetto azionario pari o superiore, in percentuale, a una determinata soglia di controllo fissata a priori. I motivi di una simile scelta sono diversi:

1. in primo luogo, la possibilità di misurare con grandezze numeriche il livello di coinvolgimento della famiglia nelle proprietà e/o nella gestione garantisce maggiore immediatezza e oggettività nella sua applicazione;
2. in secondo luogo, i dati relativi agli assetti partecipativi sono informazioni pubblicamente accessibili, in quanto oggetto di specifici obblighi informativi da parte delle imprese, con conseguente riduzione dei tempi e dei costi di ricerca;

¹ L'approccio alternativo, c.d. *intention-based*, si pone su un piano valutativo diverso, tendenzialmente più 'soggettivo' e discrezionale, in cui acquistano rilevanza aspetti attinenti il comportamento della famiglia, intesa in senso lato come un *emotional kinship group* (Carsrud, 1994), all'interno del quale si valutano le strategie, le decisioni, la capacità di incidere nel *business* e, soprattutto, l'intendimento a garantire o meno la continuità del controllo familiare di generazione in generazione. Si assume implicitamente, infatti, che una visione imprenditoriale a lungo termine, finalizzata alla realizzazione di un *business* solido e duraturo da trasferire alle generazioni venturose, comporti scelte strategiche e programmatiche sostanzialmente diverse da quelle assunte da imprese *non-family*. Benché dotato di validi presupposti teorici, l'approccio *intention-based* evidenzia alcune criticità operative non solo nell'oggettività, ma anche nella stessa reperibilità delle informazioni: la sua applicazione implica, infatti, la conoscenza di elementi che possono essere acquisiti, di norma, solo dai diretti interessati (Morresi, 2009a).

3. infine, un approccio metodologico così strutturato si presta ad essere impiegato per l'analisi di campioni di grandi dimensioni, laddove risulti ostico procedere attraverso indagini via *survey*.

Tuttavia non vi è accordo di vedute sul livello di partecipazione ritenuto accettabile per garantire stabilmente la *familiness* dell'impresa. La questione viene risolta dai diversi autori in maniera diversa a seconda dei sistemi di *corporate governance* presi in esame: negli studi che analizzano sistemi *insider-dominated*, caratterizzati da livelli di concentrazione proprietaria mediamente maggiori, per qualificare un'impresa come 'familiare' si richiede che la partecipazione di controllo detenuta dalla famiglia di riferimento si attesti a livelli sensibilmente elevati: a titolo esemplificativo, si va dal 50% di Barontini, Caprio (2006); Amore *et al.* (2011) a soglie comprese tra il 20% e il 30% di Cronqvist, Nilsson (2003); Morresi (2009b); per i sistemi *outsider-dominated*, caratterizzati da maggiore polverizzazione del capitale sociale, la soglia discriminante richiesta si riduce sensibilmente: ad esempio Villalonga, Amit (2006), che analizzano un campione di imprese statunitensi, fissano una soglia di controllo del 5%, Maury (2006) e Muttakin *et al.* (2012) richiedono il possesso del 10%, Anderson & Reeb (2003) richiedono solamente che la famiglia sia azionista o presente nel Consiglio di Amministrazione. Si sottolinea come, talvolta, vengano utilizzate due o più soglie di controllo (Chen *et al.*, 2005) o vengano definiti multipli intervalli di valore (Filatochev *et al.*, 2005).

Il fattore 'proprietà' non assurge, comunque, a criterio esclusivo, presentandosi non di rado congiuntamente o alternativamente ad altri elementi indicativi del coinvolgimento dei familiari, quali, e.g., la presenza di familiari nel CdA, la presenza di un CEO familiare o la copresenza di diverse generazioni della famiglia in posti di comando. A titolo esemplificativo, in McConaughy (2000) si considerano familiari solo le imprese in cui è presente il fondatore o la famiglia fondatrice; in Mishra *et al.* (2001), invece, integrano la definizione di impresa familiare quelle imprese che soddisfano almeno una delle seguenti condizioni: (1) CEO familiare, (2) presenza di familiari in CdA, (3) la famiglia possiede almeno il 10% del capitale sociale; in Morresi (2009b) la presenza in CdA di familiari dell'azionista di maggioranza qualifica a tutti gli effetti come 'familiari' le aziende tecnicamente *sole proprietorship*.

Per quanto riguarda gli aspetti metodologici si evidenzia, innanzitutto, che gli studi che effettuano un confronto, in termini di performance, tra imprese familiari e imprese non familiari suddividono il campione, sulla base della definizione di impresa familiare adottata, in due sottogruppi di cui si va ad analizzare l'interazione con una variabile di performance,

potenzialmente indicativa di un'eventuale superiorità di un sistema di *governance* rispetto all'altro.

La variabile indipendente, di conseguenza, si configura tipicamente come una variabile binaria che assume valore 0 se l'impresa è non familiare e 1 se familiare. La 'familiarità' dell'impresa può essere dedotta sulla base della quota azionaria detenuta dall'impresa e/o dalla presenza di azionisti familiari negli organi direttivi, coerentemente con quanto espresso poc'anzi.

La variabile dipendente è rappresentata, invece, «da una grandezza espressiva dell'andamento prestazionale dell'impresa» (Morresi, 2009b: 64), ed è generalmente riconducibile a due categorie:

- a. misure di performance contabili;
- b. misure di performance di mercato.

Con l'eccezione di alcuni studi (e.g. Kim, 2006; Chrisman *et al.*, 2004; Morck *et al.*, 2000; Bennedsen *et al.*, 2006; Schultze *et al.*, 2001), le misure di performance di mercato sono le più utilizzate; una scelta metodologica siffatta si giustifica in ragione delle:

1. debolezze intrinseche dei dati di bilancio, che mal si prestano a fornire indicazioni affidabili sull'andamento dell'impresa;
2. ipotesi della teoria dell'agenzia, cui la maggior parte degli studi fa riferimento e che presuppongono la presenza equilibratrice del mercato che, in presenza di costi di agenzia, riduce il valore dell'impresa proporzionatamente al valore attuale.

Le misure di performance di mercato più comuni sono:

1. *Market-to-Book Ratio* (*i.a.* Filatochev *et al.*, 2005; Chen *et al.*, 2005; McConaughy *et al.*, 1998, 2001; Morresi, 2009b);
2. Q di Tobin (*i.a.* Maury, 2006; Adams *et al.*, 2005; Barontini, Caprio, 2006; Sraer, Thesmar, 2007);
3. rapporto *price/earning* (*i.a.* Gursoy, Aydogan, 2002);
4. rendimenti azionari (*i.a.* Volpin, 2002, Perez-Gonzalez, 2006).

È opportuno, tuttavia, evidenziare che quasi tutti gli studi utilizzano, contestualmente, anche misure di performance contabili alla stregua di variabili di controllo (ROA, EBITDA, ROE, variazione del ROA, ecc.).

Nella valutazione dell'impatto sugli indicatori di performance della variabile indipendente, negli studi si fa uso di un'ampia gamma di variabili di controllo, cioè variabili il cui coefficiente non è di specifico interesse nello studio condotto, ma che vengono utilizzate nel modello al fine di evitare distorsioni nella stima dei regressori e come tecnica di riduzione della varianza dell'errore. Si sottolinea, tuttavia, che le variabili di controllo non hanno esclusivamente una finalità strumentale, in quanto il loro legame con la variabile dipendente può essere foriero di preziose

indicazioni sulle caratteristiche che più influenzano l'andamento economico dell'impresa. In linea generale, le variabili di controllo che sembrano maggiormente influenzare la variabile dipendente e sono, di conseguenza, più comunemente utilizzate possono essere ricondotte a due tipologie:

1. variabili di natura economico-finanziaria;
2. variabili di struttura proprietaria e di *governance*.

Tra le variabili di cui al punto 1, si segnalano:

- a. la dimensione, impiegata in quasi tutti gli studi sul tema e calcolata, tipicamente, come logaritmo naturale del totale dell'attivo o del fatturato; il legame con la variabile dipendente non è unilateralmente interpretabile ed è strettamente legato alle ipotesi formulate del *size effect* sulla performance aziendale;
- b. l'età, altra variabile di comune impiego, calcolata come differenza tra l'anno di rilevazione e l'anno di fondazione o di quotazione (a volte anche in misura logaritmica); il legame con la variabile dipendente è sempre negativo e significativo, stante la circostanza che a imprese più giovani il mercato collega maggiori opportunità di crescita e l'effetto benefico della presenza della prima generazione imprenditoriale nei posti di comando;
- c. variabili espressive della struttura finanziaria dell'impresa, quali il rapporto tra debito e totale dell'attivo (*i.a.* Anderson, Reeb, 2003; Cronqvist, Nilsson, 2003; Mishra *et al.*, 2001), rapporto tra debito e capitale netto (*i.a.* Barontini, Caprio 2006; Maury, 2006; Villalonga, Amit, 2006), rapporto tra capitale netto e totale attivo; il legame con la variabile dipendente è spesso negativo e significativo, ma non vi è motivo di ritenere che vi siano a riguardo ipotesi unidirezionali;
- d. variabili espressive del grado di rischio dell'impresa, quali la deviazione standard dei rendimenti azionari (Anderson, Reeb 2003; Adams *et al.*, 2005) o il *beta levered* (Morresi, 2009b);
- e. ROA o ROE, laddove non vengano utilizzati come variabili dipendenti.

Tra le variabili al punto 2, si evidenziano:

- a. quota capitale detenuta da amministratori e/o *management*, indicativa di potenziali benefici in termini di minori costi di agenzia dovuti all'effetto incentivo della partecipazione azionaria sull'operato del *management*;
- b. quota detenuta da *outside blockholders*, ovvero azionisti rilevanti non collegati all'azionista di maggioranza, la cui presenza è generalmente indicativa di assetti governativi caratterizzati da

- un maggior monitoraggio e quindi da minori costi di agenzia;
- c. percentuale di amministratori indipendenti, cui la teoria dell'agenzia ricollega gli stessi effetti benefici della presenza di *outside blockholder*;
- d. dimensioni del CdA, nella misura in cui a Consigli numericamente maggiori sono collegati una minore efficienza operativa e maggiori rischi di rigidità nell'assunzione delle decisioni;
- e. *CEO duality*, ovvero la circostanza in cui l'Amministratore delegato sia al contempo Presidente del Consiglio di Amministrazione, di solito foriera di possibili effetti negativi sull'azione di governo (*entrenchment effect*);
- f. quota di flussi di cassa (CFR) detenuti dall'azionista ultimo, in valore percentuale, e la differenza (*wedge*) e/o il rapporto tra questi e i *voting rights*, considerate misure tradizionali del livello di separazione tra proprietà e controllo.

Gli studi sul legame tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti viene effettuato tipicamente tramite modelli di regressione per dati *panel* basati sull'approccio degli effetti fissi (*industry fixed effects*), che consente di 'osservare' possibili elementi di eterogeneità non osservabili, costanti nel tempo, e connessi al settore di appartenenza. Alcuni studi impiegano per converso modelli di regressione OLS multivariato tradizionale (*i.a.* McConaughy *et al.*, 1998; Ben-Amar, André, 2006, Morck *et al.*, 2000; Chen *et al.*, 2005) o GMM (Gursoy, Aydogan, 2002).

4.3 Ipotesi e risultati dell'indagine empirica ottenuti

Rinviando il lettore al successivo paragrafo, dove si evidenziano le premesse teoriche all'indagine empirica condotta, in questa sede si ritiene opportuno sottolineare che le condizioni affinché l'impresa familiare possa configurarsi come un modello 'vincente' (minori costi di agenzia conseguenti a livelli di concentrazione proprietaria più elevata, *commitment* verso gli obiettivi di crescita, orizzonte di lungo periodo, presenza di risorse inimitabili, ecc.) o, al contrario, 'perdente' (scarsa diversificazione del rischio patrimoniale, nepotismo, *entrenchment effect* a danno degli azionisti di minoranza, ecc.) si manifestano nei diversi paesi in misura differente a prescindere dal modello organizzativo adottato. L'impatto sulla performance aziendale dei fattori positivi o negativi collegati al *family business* subisce, infatti, la mediazione di alcuni fattori 'pervasivi' (Morresi, 2009a) in grado di far prevalere, in certi contesti, gli elementi positivi, e

quindi la superiorità dell'impresa familiare, e in altri quelli negativi. Tali fattori possono essere schematizzati come segue:

1. la qualità dell'ambiente legale a tutela degli investitori;
2. il livello medio di concentrazione proprietaria;
3. il livello medio di separazione tra proprietà e controllo.

In particolare si è argomentato che in presenza di un sistema giuridico in grado di fornire agli azionisti validi strumenti di protezione dei loro investimenti, viene valorizzato il ruolo di monitoraggio del mercato, limitando di conseguenza costosi meccanismi di monitoraggio interni e ampliando l'orizzonte decisionale del *management*. Al contrario, ambienti legali scarsamente protettivi favoriscono logiche individualistiche da parte del *management* e la propensione all'estrazione di benefici privati.

Relativamente al grado di concentrazione proprietaria, l'evidenza mostra che è più plausibile attendersi dai familiari fenomeni di *incentive effect* in contesti partecipativi moderatamente concentrati, laddove il rischio di ulteriori diluizioni della quota proprietaria si accompagna a una propensione a operare efficientemente per il bene dell'impresa; è più verosimile attendersi invece fenomeni di *entrenchment effect* laddove l'azionariato sia altamente concentrato, stante la maggiore stabilità degli assetti proprietari.

Considerazioni analoghe valgono per la separazione tra proprietà e controllo, in cui forti livelli di disallineamento tra diritti di voto del maggiore azionista e flussi di cassa che esso percepisce possono esacerbare fenomeni di *entrenchment effect*, soprattutto qualora si accompagnino ad ambienti legali poco protettivi degli interessi degli investitori.

Alla luce di quanto appena esposto devono essere valutati i risultati ottenuti dagli studi analizzati. Benché, infatti, la maggior parte degli studi evidenzi un legame positivo e significativo tra *family control* e performance aziendale (Barontini, Caprio, 2006; Anderson, Reeb, 2003; Villalonga, Amit, 2006; Maury, 2006; Sraer, Thesmar, 2007; Ben-Amar, André, 2006; McConaughy *et al.*, 1998, 2001; Adams *et al.*, 2005; Mishra *et al.*, 2001), tale risultato non può estendersi al punto da far prevalere le argomentazioni che vedono l'impresa familiare come modello aprioristicamente vincente, dal momento che notevole è l'influenza esercitata dalle condizioni di contesto esterne poc'anzi evidenziate. Solo una minoranza degli studi evidenzia un legame negativo e significativo, ad esempio Volpin (2002); Gursoy e Aydogan (2002), che analizzano rispettivamente imprese italiane e turche, ovvero imprese operanti in contesti caratterizzati da un basso livello di protezione degli investitori. Altri, infine, segnalano un legame incerto (Morresi, 2009b) o non significativo (Chrisman *et al.*, 2004; Morck *et al.*, 2000; Randoy, Goel, 2003).

4.4 Ipotesi di base e metodologia di analisi

4.4.1 Ipotesi di base

Le diverse teorie di impresa che hanno analizzato il fenomeno del *family business* lasciano intendere che l'impresa familiare si presti tanto a valutazioni positive, quanto a valutazioni negative. Nell'ottica della teoria dell'agenzia, l'impresa familiare configura un assetto proprietario potenzialmente in grado di rimediare alle diseconomie derivanti dalla proprietà diffusa e di realizzare, in virtù di una più attiva partecipazione degli *shareholders* al governo aziendale, un minor grado di separazione tra proprietà e controllo. Tuttavia, la proprietà familiare non sembra identificare, sotto il profilo dei costi di agenzia, un modello di per sé vincente o perdente ai fini della performance aziendale, in quanto realizza, di fatto, un trasferimento della dinamica conflittuale dal rapporto *principal-agent* al rapporto *owner-owner*, laddove gli azionisti di maggioranza agiscono *de facto* in qualità di 'agenti' degli azionisti di minoranza, i quali di conseguenza sono esposti al rischio di sistemiche espropriazioni di ricchezza. Al di là della prospettiva della teoria dell'agenzia, altre teorie d'impresa, quali la *stewardship theory* e la *resource-based view*, hanno analizzato il modello di *governance* familiare, evidenziandone, da un lato, la naturale propensione a implementare schemi relazionali basati sulla fiducia, sull'altruismo, sul senso di appartenenza e di identificazione con gli obiettivi organizzativi, dall'altro, la dotazione di risorse strategiche che potrebbero permetterle di acquisire un duraturo vantaggio competitivo nei confronti delle altre imprese.

Volendo sintetizzare i principali punti di forza e di debolezza del capitalismo familiare, si possono evidenziare, tra i fattori positivi:

1. allineamento naturale tra gli interessi della proprietà e del *management*, garantito dal maggior coinvolgimento dei familiari tanto nella proprietà quanto nella gestione dell'impresa, senza il necessario ricorso a 'costosi meccanismi' di composizione di interessi divergenti (Fama, Jensen, 1983);
2. internazionalizzazione dei processi decisionali, circostanza che tende a limitare il verificarsi di quei comportamenti opportunistici (nonché espropriativi del benessere degli *shareholders*) che i *manager* sarebbero diversamente invogliati ad assumere laddove la proprietà fosse maggiormente dispersa e poco partecipe al governo societario (Fama, Jensen, 1983);
3. creazione di relazioni 'speciali', che favoriscono lo sviluppo di sistemi di monitoraggio reciproci e collaborativi (Fama, Jensen, 1983);

4. orientamento di lungo periodo, in grado di contenere le remunerazioni periodiche di breve a vantaggio dell'incremento di valore in maniera sostenibile e duratura; il forte coinvolgimento economico ed emotivo della famiglia nell'impresa determina, infatti, una tendenza strutturale a sviluppare una visione imprenditoriale lungimirante che possa garantire il proseguimento dell'attività aziendale ben oltre l'orizzonte di vita degli attuali proprietari, nella prospettiva di tramandare agli eredi un'impresa sana e competitiva (Davis *et al.*, 1997; Pearson, Marler, 2010);
5. presenza di capitali 'pazienti' e 'capiienti', in grado di sostenere durevolmente il fabbisogno dell'azienda e, allo stesso tempo, di posporre le remunerazioni periodiche agli azionisti;
6. *altruism*, definito in senso lato come «la speciale indole di soggetti legati da rapporti di parentela (specie se stretta) ad adottare un atteggiamento finalizzato al reciproco benessere e al reciproco sostegno» (Morresi, 2008: 18); l'*altruism* si estrinseca non solo nella naturale predisposizione a inglobare nelle finalità aziendale le esigenze economiche dei familiari, ma anche nel desiderio di trasmettere nel tempo valori, idee, prospettive di generazione in generazione;
7. la presenza di una figura di riferimento per gli investitori-risparmiatori, in grado di incarnare e di trasmettere, di generazione in generazione, i valori-chiave dell'impresa;
8. Dotazione di risorse strategiche, che il particolare contesto organizzativo dell'impresa familiare è in grado di generare e mantenere nel tempo (Habbershon, Williams, 1999; Zahra *et al.*, 2004); le caratteristiche uniche e 'inimitabili' di cui tali risorse sono dotate si irradiano in tutte le aree e le funzioni aziendali, e si manifestano nella creatività e nella fedeltà del personale dipendente (Pervin, 1997), nella flessibilità delle strutture decisionali (Adams *et al.*, 1996), nell'attenzione ai progetti di R&S (Ward, 1997), nella maggiore reattività ai cambiamenti dell'ambiente esterno (Dreux, 1990), nel senso di responsabilità e fiducia reciproca nei confronti degli *stakeholders* esterni.

Tra i fattori negativi si segnalano invece:

1. nepotismo ed *entrenchment effect* a carico di *manager* familiari inefficienti, nominati indipendentemente dalle loro capacità imprenditoriali e manageriali; tale pratica altera l'efficienza del sistema organizzativo, costringendo validi *middle manager* non familiari a ridimensionare le loro aspirazioni professionali di fronte

ai *glass ceiling* che intralciano il loro avanzamento di carriera all'interno dell'organizzazione, con evidenti ripercussioni in termini di performance aziendale (Kets-de Vries, Carlock, 2007); inoltre, la ristrettezza del *pool* di soggetti verso cui si rivolge la scelta di affidare il governo societario altera la competitività del mercato manageriale, esponendo, di fatto, le imprese familiari a problemi di *adverse selection* derivanti dalla capacità dell'aspirante *manager* di nascondere all'impresa qualità personali necessarie all'impresa stessa per valutare le abilità del soggetto (Mohlo, 1997);

2. accentuazione dei fenomeni di *tunnelling*, ovvero di trasferimento di ricchezza dalle imprese a valle della catena di controllo verso le *holding* poste al vertice, perpetuati a danno degli azionisti di minoranza; il rischio di pratiche di *tunnelling* è tanto maggiore quanto più è articolata la composizione del gruppo, in quanto maggiore è la separazione tra proprietà e controllo e quindi la dispersione del capitale di rischio degli azionisti terzi nelle società controllate del gruppo; alcuni studi ritengono che le famiglie imprenditoriali siano più inclini a modulare i propri investimenti concentrando le partecipazioni rilevanti all'interno di *holding* non quotate (e quindi estranee alle dinamiche del *market for corporate control*), che si configurano in questo senso come vere e proprie 'cassaforti di famiglia' tutelate dal rischio di *take-over* ostili; la maggiore rilevanza dell'economicità super-aziendale (o di gruppo) rispetto all'economicità della singola azienda aumenta, infatti, «la divergenza tra ottimo a livello di gruppo e ottimo a livello di singola impresa concentrata» (Venanzi, 2010: 18), orientando l'obiettivo e la logica di gestione dell'azionista di comando verso la performance complessiva a discapito della singola impresa;
3. individualismo e benefici privati del controllo, intesi come pratiche espropriative di risorse aziendali per gratifiche personali, prestigio, *benefit*, cui l'integrazione impresa-famiglia può dare origine; l'impresa, infatti, viene percepita talvolta dai familiari come un'entità non distinta dal patrimonio personale e questo può comportare, oltre al rischio di sfruttamento di risorse aziendali a danno degli azionisti di minoranza, anche fenomeni di *free riding* (i membri familiari evitano di apportare il loro contributo nella certezza che vi sia qualcun altro che se ne occupi) o di *shrinking* (atti di mero opportunismo ed evasione dei compiti cui si è preposti), in particolare da parte dei membri delle generazioni più giovani (Morresi, 2009b);
4. *Boundary building*, ovvero il condizionamento esercitato dalle dinamiche familiari esterne, che rischia di mettere in secondo piano le

- reali esigenze dell'impresa; l'azionista familiare è, infatti, «membro simultaneamente di un *sentient system* (la famiglia) e di un *task system* (l'impresa) tra i quali è chiamato a trovare un delicato equilibrio» (Davis, 1983); *sibling rivalry*, gelosie, passaggi generazionali conflittuali, la sovrapposizione delle problematiche familiari a quelle aziendali può polarizzare la pianificazione strategica su tematiche estranee al *business*, compromettendo altresì le relazioni con gli *stakeholder* esterni al gruppo familiare di riferimento (Davis *et al.*, 1997);
5. criticità legate al passaggio generazionale, tra cui la perdita di spinta manageriale e di abilità gestionale che mediamente si riscontra negli eredi del *founder* e il frequente inserimento degli eredi nell'azienda a prescindere dalle effettive capacità evidenziate dagli stessi (Zocchi, 2004); la tematica, come in precedenza segnalato, viene solitamente affrontata da studi empirici *ad hoc*;
 6. conservazione dello *status quo*, intesa come la volontà di mantenere il controllo dell'impresa in capo alla famiglia, intendendo il controllo come il presidio diretto di tutti i ruoli critici con una chiusura a priori verso i terzi (Montemerlo, 2005);
 7. scarsa diversificazione del portafoglio di investimenti, che vincola le scelte di finanziamento e l'esposizione al rischio imprenditoriale e comporta il venir meno di una delle condizioni di applicabilità dei modelli di *pricing* del rischio, esponendo, di conseguenza, la famiglia 'non diversificata' all'eventualità di assumere decisioni di investimento sulla base di criteri differenti rispetto a quelli utilizzati da azionisti 'diversificati' (Fama, Jensen, 1983).

L'eterogeneità degli aspetti evidenziati non consente di formulare ipotesi unilaterali circa la significatività e il segno del legame tra impresa familiare e performance. Non vi è, quindi, motivo di ritenere che la positività del legame tra risultati aziendali e *familiness* profetizzata dalla *stewardship theory* e dalla *resource-based view*, nonché i benefici che la teoria dell'agenzia collega ad assetti partecipativi meno polverizzati, possano prevalere rispetto alle criticità che la sovrapposizione tra il 'sistema famiglia' e il 'sistema impresa' sembra comportare. Tuttavia, la teoria dell'agenzia sembra offrire una linea interpretativa più idonea a 'catturare' gli eventuali elementi premianti o penalizzanti del capitalismo familiare, in quanto l'ipotesi di razionalità sul comportamento degli individui e la trasposizione in termini di costi e benefici di agenzia delle dinamiche relazionali tra gli attori del governo societario ben si prestano a impostare un modello di *testing* empirico che coniughi efficacemente variabili economico-finanziarie a variabili di *governance*.

Ne derivano, pertanto, le seguenti considerazioni:

1. si assume la teoria dell'agenzia come ottica valutativa di base del presente studio, sulla scorta della quale vengono scelte e definite le variabili di studio del modello;
2. si ritiene di non poter formulare ipotesi sul legame tra *family ownership* e performance.

Non si aderisce, pertanto, agli studi che tendono ad avere un approccio positivo (*i.a.* Mishra *et al.*, 2001; Filatochev *et al.*, 2005) o negativo (*i.a.* Cronqvist, Nilsson, 2003; Maury, Pajuste, 2005; Kim, 2006) verso l'impresa familiare, ma si adotta un approccio valutativo più squisitamente 'possibilista' (*i.a.* Sraer, Thesmar, 2007; Morresi, 2009b).

Si ricava, pertanto, la seguente ipotesi di base:

HP: Sulla scorta delle considerazioni svolte, non vi sono elementi in grado di giustificare un legame positivo o negativo tra *family ownership* e performance aziendale. Si ipotizza, pertanto, che la relazione tra le due variabili non sia statisticamente significativa.

4.4.2 Selezione del campione d'indagine

Lo studio ha coinvolto 193 società italiane quotate sulla Borsa di Milano ininterrottamente dal 2004 al 2006 (3 anni). Dalla totalità delle imprese italiane quotate nel periodo considerato sono state escluse:

1. le banche, le compagnie assicurative e le altre aziende di servizi finanziari;
2. le società in amministrazione straordinaria o in generale soggette a procedure concorsuali;
3. le società per cui non erano disponibili dati per più di un esercizio e per più di una variabile considerata.

La selezione ha dato origine a un *panel* di 579 osservazioni. A causa dell'indisponibilità di alcuni dati, la struttura assume propriamente la forma di *panel unbalanced*.

Il campione complessivo è stato suddiviso in due sottogruppi, imprese familiari e non familiari, sulla base dei criteri di cui si tratterà più approfonditamente nel paragrafo successivo. In questa sede, indipendentemente dai criteri di suddivisione, si ritiene opportuno evidenziare che l'analisi sulla natura familiare o non familiare del soggetto controllante è stata effettuata, principalmente, sulla base delle informazioni tratte dalla banca dati della CONSOB che raccoglie le comunicazioni sulle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 D.Lgs. 58/98; le informazioni sono liberamente accessibili sul sito internet della Commissione e forniscono indicazioni sugli

azionisti con quote uguali o superiore al 2% del capitale sociale. Tuttavia, in considerazione del fatto che:

1. i familiari appartenenti alla coalizione dominante detengono di frequente quote di partecipazioni dirette nella compagine societaria inferiori al 2%;
2. l'azionista di riferimento delle società quotate si configura, nella maggior parte dei casi, come un soggetto giuridico non quotato sui mercati regolamentari, e quindi non soggetto ai medesimi obblighi informativi delle società quotate in merito alle partecipazioni rilevanti.

Per determinare l'identità e la quota proprietaria dell'azionista 'ultimo' è stato necessario consultare:

1. la banca dati AIDA, per ottenere i dati sulle compagini societarie delle maggiori società di diritto italiano che detengono partecipazioni rilevanti in società quotate;
2. la base dati di R&S di Mediobanca, relativamente alle quote di partecipazione detenute dai familiari nelle *sub-holding* dei maggiori gruppi societari.

Nonché una varietà di documenti informativi ufficiali, quali, tra gli altri:

1. estratti dei patti parasociali comunicati alla Consob ai sensi dell'art. 122 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58;
2. documenti su offerte di pubblico acquisto (OPA) comunicate ai sensi degli art. 102 e ss. del D.Lgs. n. 58/98;
3. provvedimenti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato emanati ai sensi della Legge 10 ottobre 1990, n. 287;
4. verbali delle assemblee annuali di approvazione del bilancio;
5. relazione degli amministratori sulla gestione (con riferimento alle partecipazioni detenute da amministratori e direttori generali);
6. relazioni sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123 bis del TUF;
7. progetti di fusione ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile.

Nei rari casi in cui non è stato possibile accertare l'identità dell'azionista ultimo, si è fatto ricorso alle ipotesi semplificatrici all'occorrenza più idonee.

4.4.3 Definizione di impresa familiare e variabile indipendente

Ai fini del presente studio, stante la numerosità del campione d'indagine, l'approccio *structure-based* si è posto come una scelta imprescindibile, in considerazione del fatto che:

1. si rinvenivano nel suo utilizzo minori margini di ambiguità applicativa;

2. gli obblighi informativi da parte delle società quotate sugli assetti partecipativi consentono una sostanziale riduzione dei tempi e dei costi di ricerca, rendendo questo approccio più adatto ad essere adottato per l'analisi di campioni di grandi dimensioni (Klein *et al.*, 2005) rispetto alle indagini via *survey* richieste dall'approccio *intention-based*.

Negli studi analizzati, la definizione dell'impresa familiare richiede tipicamente la fissazione di una quota di partecipazione 'minima', detenuta dalla coalizione familiare dominante, ritenuta sufficiente a garantire stabilmente l'esercizio del controllo. L'individuazione di una specifica soglia di controllo, fissata aprioristicamente, configura, tuttavia, l'eventualità di escludere imprese in cui l'azionista di riferimento (inteso in senso plurale, ovvero come coalizione familiare) detenga una quota di controllo poco più bassa della soglia prescelta². Meno arbitraria è sembrata la scelta di definire una soglia 'mobile' di controllo, sensibile all'eterogeneità degli assetti societari e capace di identificare senza ambiguità il soggetto controllante. Al contempo, tuttavia, è parso necessario stabilire dei 'parimenti di stabilità', onde evitare che l'efficacia nell'esercizio del controllo risultasse poco verosimile.

Si è ritenuto, pertanto, di procedere come segue:

1. la *familiness* di un'impresa risulta integrata qualora l'azionista ultimo (cioè in cima a un'eventuale catena di controllo) sia rappresentato da un gruppo familiare (inteso come pluralità di soggetti legati da rapporti di parentela) che, in virtù delle partecipazioni detenute, direttamente o indirettamente, nell'impresa, sia in grado di esercitare il controllo di fatto ai sensi dell'art. 93 del D.Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58³;
2. in presenza di *outside blockholders* detentori quote di minoranza in grado di creare incertezze sull'esercizio del controllo da parte dell'azionista di riferimento, si ritengono familiari le imprese in cui tale azionista di minoranza sia vincolato dalla stipula di patti parasociali a conformarsi alle decisioni della coalizione familiare

² A titolo esemplificativo, la fissazione di una quota minima di controllo del 30% escluderebbe dal novero delle imprese familiari la società Centro HL Distribuzione SpA, in cui la quota detenuta dai fratelli Federigo e Fernando Franchi nell'esercizio 2004 è pari, complessivamente, al 29,5% del capitale sociale.

³ Nel caso di *holding* non quotate, il criterio inevitabilmente si restringe, in considerazione della minore dispersione e assenteismo degli azionisti di minoranza e della maggiore stabilità richiesta per assicurare a queste società il ruolo di 'cassaforte' degli investimenti familiari che normalmente assolvono; pertanto, in questi casi, la definizione si ritiene integrata al raggiungimento da parte della coalizione familiare della maggioranza assoluta.

dominante; in caso contrario, l'impresa non viene considerata a controllo familiare⁴.

Un approccio valutativo siffatto, a parere di chi scrive, risulta coerente con le peculiarità del mercato azionario italiano, caratterizzato da una scarsa competitività del mercato del controllo societario ovvero da una ridotta contendibilità dei pacchetti azionari di maggioranza, cui contribuisce la limitatezza del flottante medio circolante sulla borsa valori.

Limitatamente alla qualificazione delle imprese controllate da una singola persona fisica, profilo trattato in maniera differente negli studi analizzati, in questa sede si aderisce a un orientamento condiviso, ad esempio, da Alcorn (1982); Barnes, Hershon (1976); Babicky (1987); Astrachan, Shanker (2003); Zocchi (2004), in base al quale la *sole proprietorship* configura comunque un modello di controllo familiare, dal momento che, frequentemente, i parenti dell'azionista di riferimento ricoprono cariche amministrative o comunque sono coinvolti, formalmente o informalmente, come dipendenti o collaboratori esterni⁵. Pertanto, ai criteri summenzionati, si aggiunge il seguente:

3. si ritiene 'familiare' l'impresa il cui azionista di riferimento sia rappresentato da un singolo individuo che rispetti le condizioni di cui ai punti precedenti.

Sulla scorta delle considerazioni svolte, la variabile indipendente, identificante la struttura proprietaria delle imprese appartenenti al campione considerato, si configura propriamente come una variabile binaria che assume valore 1 per le imprese familiari, ovvero qualora siano integrate le condizioni di cui ai precedenti punti 1, 2 e 3, e 0 negli altri casi.

4.4.4 La variabile dipendente

Coerentemente con le scelte metodologiche di una parte rilevante degli studi analizzati (*i.a.* Filatochev *et al.*, 2005; Chen *et al.*, 2005; McConaughy *et al.*, 1998, 2001; Morresi 2009b), l'indicatore di performance aziendale prescelto è il *Market-to-Book Value* (MTBV), cioè il rapporto tra valore di mercato e valore contabile del capitale netto. La scelta si giustifica in ragione dei seguenti elementi:

1. inaffidabilità degli indicatori di performance contabile, la cui efficacia valutativa è inficiata dai criteri giuridico-formali in base ai

⁴ Quest'ipotesi si è comunque verificata in un numero trascurabile di imprese.

⁵ L'eventualità in cui alla *sole proprietorship* non si accompagni la presenza di un familiare nel CdA riguarda comunque un numero trascurabile di imprese (e.g. Schiapparelli SpA poi Kinexia SpA).

quali è redatto il bilancio, dalla prospettiva storica su cui lo stesso si fonda, dall'esclusione del valore dei beni tangibili e, soprattutto, dall'influenza di politiche di bilancio discrezionali;

2. adozione dell'ottica valutativa della teoria dell'agenzia, che presuppone la presenza equilibratrice del mercato nella trasposizione, in termini valore dell'impresa, di eventuali valutazioni negative connesse alla presenza di costi di agenzia.

I dati sui MTBV delle società appartenenti al campione di indagine sono stati tratti dalla banca dati Datastream; si segnala, in particolare, che:

1. la variabile è calcolata dalla base-dati separatamente per ogni categoria di titoli emessi (ordinarie, privilegiate, di risparmio); ai fini del presente studio, è stata considerata la sola variabile calcolata con riferimento alle azioni ordinarie;
2. i dati forniscono il MTBV registrato nell'ultimo giorno di borsa aperta di ogni anno.

4.4.5 Variabili di controllo

La scelta dei regressori del modello ha tenuto conto dei fattori cui viene tradizionalmente associata, in letteratura, un grado di influenza non trascurabile sulla variabile dipendente *Market-to-Book Value*. Infatti, l'omissione di variabili rilevanti nel modello, determinando un significativo aumento della varianza dell'errore rispetto a quella della variabile dipendente, potrebbe portare alla stima di regressori distorti. Benché non siano di specifico interesse nello studio condotto, tali variabili non hanno esclusivamente una finalità strumentale, in quanto il loro legame con la variabile dipendente può essere foriero di preziose indicazioni sulle caratteristiche che più influenzano l'andamento economico dell'impresa.

Le variabili utilizzate nel presente studio possono essere ricondotte a due tipologie:

1. variabili di struttura proprietaria, che sono state introdotte con l'obiettivo di 'catturare' la presenza di eventuali costi di agenzia che tipicamente influenzano (negativamente) la valutazione di mercato delle imprese e fanno riferimento al grado di separazione tra proprietà e controllo e al grado di concentrazione degli assetti partecipativi;
2. variabili di natura economico-finanziaria, che colgono alcuni aspetti della struttura finanziaria, della redditività e della classe dimensionale delle imprese che potrebbero avere un'influenza significativa sul *Market-to-Book Value*.

Le variabili di struttura proprietaria utilizzate nel presente studio sono le seguenti:

1. rapporto tra *voting rights* e *cash-flow rights* (VR/CFR), facenti capo all'azionista 'ultimo'. È la tradizionale misura del grado di separazione tra proprietà e controllo, in quanto riflette la distanza tra il potere di influenzare le decisioni strategiche dell'impresa (con particolare riferimento alla nomina/revoca degli amministratori), esercitato attraverso il diritto di voto, e il livello di coinvolgimento finanziario, e quindi del rischio imprenditoriale, dell'azionista di maggioranza, espresso in termini di *cash-flow rights*. A valori maggiori del rapporto tra VR e CFR sono connessi tipicamente maggiori costi di agenzia e quindi maggiori possibilità di subire valutazioni negative da parte del mercato in termini di prezzo di scambio delle azioni (a cui è sensibile il MTBV). Le tecniche di calcolo dei VR e dei CFR utilizzate nell'analisi sono basate sull'approccio di Brioschi *et al.* (1990), ripreso in Morresi (2009b).

In particolare, i *voting rights* si definiscono in relazione alla stabilità del potere di controllo dell'azionista nell'impresa; pertanto, nel caso di gruppi societari, si identificano come la quota partecipativa più debole (minore) all'interno degli assetti partecipativi di gruppo. Una tale conclusione si giustifica nella misura in cui sia più verosimile ritenere, nell'eventualità di *take-over* ostili, che la società più 'appetibile' per un investitore esterno sia quella che sconta una minore presenza dell'azionista capogruppo.

Nei gruppi meno articolati, il calcolo è immediato. A titolo esemplificativo, si consideri il caso del Gruppo ENEL, di cui fanno parte le società quotate ENEL SpA e TERNA SpA. I VR del Ministero dell'Economia in ENEL SpA coincidono con i CFR ed entrambi sono pari alla semplice quota azionaria posseduta (41,834%). Considerazioni simili valgono per i VR e i CFR di ENEL SpA in TERNA SpA (VR = CFR = 50,000%). Volendo calcolare la quota di possesso integrato (CFR) del Ministero dell'Economia in TERNA SpA, il calcolo si riduce alla moltiplicazione tra la quota detenuta dal Ministero in ENEL SpA e la quota detenuta da quest'ultima in TERNA SpA, il cui risultato è 20,917%. Come risulta evidente, l'entità delle cointeressenze finanziarie del Ministero nella società a valle della catena di controllo risulta 'diluita' dalla presenza di una *sub-holding*. Questo fenomeno è indicativo del livello di separazione esistente all'interno del gruppo. Con riferimento, invece, ai VR dell'azionista ultimo nella controllata TERNA

SpA, questi risultano pari alla quota corrispondente all'anello più debole della catena di controllo, nel caso di specie quello tra il Ministero dell'Economia ed ENEL SpA, pertanto i VR saranno pari a 41,834%. Si ritiene, infatti, che un eventuale *take-over* ostile avrebbe ad oggetto la più vulnerabile partecipazione del Ministero in ENEL SpA piuttosto che la partecipazione da questi detenuta in TERNA SpA.

Nei gruppi più complessi, tuttavia, un simile approccio non risulta di facile adozione. La presenza di una pluralità di *sub-holding* tra l'azionista ultimo e la controllata a valle della catena di controllo identifica, propriamente, una 'matrice dei possessi azionari', la cui soluzione richiede l'utilizzo del calcolo matriciale⁶.

A titolo esemplificativo, si consideri il gruppo della famiglia De Benedetti nell'anno 2004. La matrice dei possessi azionari del gruppo nell'anno 2004 risulta composta come illustrato nella tabella seguente (vedi Tab. 1).

Tab. 1 – Matrice dei possessi azionari per il calcolo dei *cash-flow rights* e dei *voting rights* nel gruppo De Benedetti

IMPRESE	1	2	3	4	5	X	CFR	VR	
1	0	0	0	0	0	1	1	1	
2	0,35683	0	0	0	0	0	0,35683	0,35683	
3	0	0,45779	0,01271	0	0	0	0,165456	0,463683	0,35683
4	0	0	0,5011	0,00116	0	0	0,083006	0,501682	0,35683
5	0	0	0,59924	0	0,01374	0	0,100529	0,607588	0,35683

Legenda: 1 = Carlo De Benedetti & figli Sapa, 2 = COFIDE SpA, 3 = CIR SpA, 4 = Gruppo Editoriale L'Espresso SpA, 5 = SOGEFI SpA.

⁶ Si pone:

Y = CFR risultati dalla quota di 'possesso' integrato dell'azionista ultimo;

A = matrice quadrata delle n x n quote di possesso diretto di un'impresa in un'altra;

X = vettore colonna delle n x 1 quote dirette possedute dall'azionista ultimo nelle n imprese.

La soluzione sarà pertanto fornita dalla seguente equazione matriciale:

$$Y = A^T Y + X$$

che, per comodità di calcolo, può essere scritta in forma esplicita, tramite alcuni semplici passaggi algebrici:

$$Y = (I - A^T)^{-1} X$$

che è la formula di risoluzione adottata nello studio.

L'azionista ultimo è rappresentato dalla famiglia De Benedetti che risulta possedere interamente la *holding* Carlo De Benedetti & figli Sapa. Come risulta evidente, l'azionista non entra nella matrice dei possessi azionari, ma la sua presenza nelle aziende del gruppo è evidenziata dai valori del vettore colonna X (in questo caso nella sola capogruppo).

Nella colonna dei VR sono stati riportati i relativi valori dei *voting rights*. È di immediata percezione la distanza tra i VR e i CFR delle due società più a valle della catena di controllo, il Gruppo Editoriale L'Espresso SpA e SOGEFI SpA, in cui, di fatti, il rapporto VR/CFR ha i valori più alti (rispettivamente 4,29883 e 3,54952).

2. differenza tra *voting rights* e *cash-flow rights* facenti capo all'azionista ultimo; è una misura alternativa del grado di separazione tra proprietà e controllo di comune utilizzo, benché meno accurata della prima in quanto influenzata dall'unità di grandezza;
3. *cash-flow rights* dell'azionista ultimo; la variabile, considerata autonomamente, rappresenta una buona *proxy* dell'effetto incentivo in grado di contribuire all'allineamento tra interessi degli azionisti maggioritari e degli azionisti minoritari; pertanto, il legame ipotizzato con la variabile dipendente è di tipo positivo;
4. *ownership type*; è una variabile del tutto innovativa in questo tipo di studi ed è stata ideata per catturare l'effetto che le diverse tipologie di struttura proprietaria possono avere sul MTBV. La variabile è costituita da un vettore di $n - 1$ variabili *dummy* con $n = 5$, che ripartisce il campione in cinque categorie:
 - a. imprese familiari *tout court*;
 - b. imprese *widely held*;
 - c. imprese di proprietà di enti pubblici, amministrazioni locali, Ministero delle Finanze;
 - d. imprese *sole proprietorship*;
 - e. imprese di proprietà di persone giuridiche, di diritto italiano o straniero, in cui non è presente un azionista di riferimento.

Per il legame con la variabile dipendente, valgono in linea generale le considerazioni svolte per la variabile indipendente identificante la natura familiare o non familiare della proprietà. Si ritiene, tuttavia, che sia lecito attendersi un legame positivo e significativo tra la variabile dipendente e la categoria delle imprese *sole proprietorship*, nella misura in cui quest'ultime configurano, tipicamente, società di nuova costituzione e quindi con un valore attuale netto delle opportunità di crescita future (VANOC) tendenzialmente più alto.

Le variabili di natura economico-finanziaria⁷ considerate sono le seguenti:

1. ROA, inteso in senso lato come il rapporto tra reddito operativo e il totale dell'attivo patrimoniale. Un indicatore di redditività alternativo utilizzato è il ROE, comunemente definito come il rapporto tra reddito netto e capitale netto. In quanto indicatori della redditività dell'impresa, il loro legame con la variabile dipendente si suppone positivo;
2. *beta levered*, misura del grado di rischio sistematico in capo agli azionisti ed esprime la relazione tra i rendimenti del titolo e i rendimenti del mercato. In quanto espressione del grado di rischio, il legame supposto con il MTBV è di tipo negativo;
3. volatilità delle azioni, calcolata come deviazione standard su base annuale dei rendimenti mensili calcolati sull'arco temporale 2004-2006; maggiore è il valore della variabile, maggiore è la volatilità del prezzo azionario, pertanto il legame supposto con la variabile dipendente è negativo;
4. *leverage*, calcolato come rapporto tra il totale dei debiti finanziari e il capitale netto. È un indicatore di sintesi della struttura finanziaria dell'impresa e non si registrano a riguardo ipotesi monodirezionali relativamente al rapporto con il MTBV, in quanto ai vantaggi fiscali del debito, a livello personale e societario, ipotizzati dalla teoria del *trade-off*, è necessario tenere in ulteriore considerazione i costi di dissesto/fallimento connessi a un eccessivo ricorso all'indebitamento. Agli sviluppi teorici della teoria del *trade-off* si legano, inoltre, le considerazioni svolte nell'ambito della teoria dell'agenzia e dalla POH;
5. dimensione, misurata come logaritmo naturale del totale dell'attivo patrimoniale⁸. La variabile è finalizzata al controllo di un eventuale *size effect* sull'indicatore di performance. Si ipotizza un legame negativo con la variabile dipendente in virtù delle minori potenzialità di crescita derivanti dalla maturità del *business*;
6. età, misurata come logaritmo naturale del numero di anni dell'impresa dalla sua fondazione⁹. Si condividono, a riguardo, le stesse considerazioni svolte in merito alla variabile 'dimensione'.

⁷ Le variabili di cui ai successivi punti da 1 a 5 sono state tratte dalla base dati Datastream.

⁸ La trasformazione logaritmica si è resa necessaria al fine di contenere la variazione su diversi ordini di grandezza sulla variabile considerata.

⁹ La fonte principalmente utilizzata per determinare l'anno di fondazione delle imprese considerate è il 'CALEPINO dell'azionista', unitamente alle informazioni disponibili sui siti web delle società.

4.4.6 Modello di regressione

Il campione d'indagine, come già accennato, è una matrice di dati *panel* formata dalle osservazioni di 193 aziende nell'arco di 3 anni (2004-2006), per un totale di 579 osservazioni. Per questo genere di informazioni si utilizzano tipicamente modelli di regressione lineare con *industry fixed effects*, in grado di catturare quegli effetti relativi al settore industriale che non sono suscettibili di misurazione diretta. La ripartizione settoriale, ai fini del presente studio, è stata condotta utilizzando la base dati Datastream e ha tenuto conto, pertanto, di 17 settori: *Utility*, Telecomunicazioni, *Real Estate*, Servizi e prodotti industriali, Viaggi e tempo libero, Salute, Materiali edili e industria immobiliare, Cibo e bevande, Beni per la persona e la cura della casa, Prodotti tecnologici, Industria automobilistica e componenti, Media, *Holding* finanziarie, *Retail*, Petrolio & Gas, *Basic resources* e Chimico.

Sono state, quindi, introdotte 16 variabili *dummy* assumendo il settore *Utility* come settore di base.

Infine sono state utilizzate nel modello $n - 1$ variabili *dummy* con $n = 3$ pari al numero degli anni considerati nell'indagine, assumendo il 2004 come anno di base.

Sulla scorta di quanto appena esposto, il modello di regressione utilizzato è descritto dalla seguente formula:

$$\begin{aligned} MTBV_{it} = & \alpha + \beta_1 FNF_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 VOL_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\ & + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 TOTATT_{it} + \beta_8 ETA_{it} + \beta_9 CFR_{it} + \beta_{10} VR.CFR_{it} \\ & + \bar{\beta} \cdot \overline{OT}_{it} + \bar{\beta}_y \cdot \overline{Y}_{it} + \bar{\beta}_{in} \cdot \overline{IN}_{it} \end{aligned}$$

Dove:

$MTBV_{it}$ = variabile dipendente identificante il *Market-to-Book Ratio*;

FNF_{it} = variabile indipendente binaria che assume valore 0 se l'impresa è non familiare, 1 se familiare;

$BETA_{it}$ = variabile economico-finanziaria *beta levered*;

VOL_{it} = variabile economico-finanziaria 'volatilità delle azioni';

LEV_{it} = variabile economico-finanziaria *leverage*;

ROA_{it} = variabile economico-finanziaria 'Return on Assets';

ROE_{it} = variabile economico-finanziaria 'Return on Equity';

$TOTATT_{it}$ = variabile economico-finanziaria 'dimensione dell'impresa', misurata come logaritmo naturale del totale dell'attivo patrimoniale;

ETA_{it} = variabile economico-finanziaria 'età' misurata come logaritmo naturale del numero di anni dalla fondazione;

CFR_{it} = variabile di governance ‘*cash-flow rights*’ dell’azionista ultimo;
 $VR.CFR_{it}$ = variabile di governance ‘rapporto tra *voting rights* e *cash-flow rights*’;

\overline{OT}_{it} = vettore formato da 4 variabili *dummy* identificanti l’*ownership type*;

\overline{Y}_{it} = vettore formato da 2 variabili *dummy* riguardanti gli anni analizzati;

\overline{IV}_{it} = vettore formato dalle 16 variabili *dummy* di settore.

4.4.7 Risultati dello studio

Si procede nel seguito a un commento dettagliato delle evidenze descrittive e dell’analisi di regressione condotta sulla scorta delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi.

Si forniscono dapprima alcuni dati sulla distribuzione settoriale del campione, con riguardo alla distinzione operata tra imprese familiari e non familiari, nonché i valori medi registrati per le variabili oggetto d’analisi nei due sottogruppi, procedendo a una prima valutazione comparata. Successivamente, si presentano i risultati della regressione, con riguardo al segno e alla significatività dei coefficienti dei regressori utilizzati nel modello e alla coerenza delle evidenze emerse rispetto alle ipotesi sottese alle diverse variabili. In questa sede, al fine di verificare se alcune variabili potessero essere ‘ridondanti’, specie per quelle utilizzate come *proxy* dello stesso fenomeno, si è proceduto ad utilizzare specificazioni alternative del modello di regressione iniziale, operando una graduale eliminazione delle variabili non significative. Infine si tracciano alcune linee interpretative sui risultati dello studio condotto, in particolare con riguardo alle influenze delle condizioni di contesto sull’analisi, ai limiti metodologici e ai potenziali spunti di indagine per eventuali future ricerche sul tema.

4.4.8 Statistiche descrittive

Dalla Tab. 2 emerge che i settori maggiormente rappresentati sono quello dei prodotti e servizi per l’industria (19,5%), beni per la persona e la casa (13,3%), tecnologico (9,7%) e delle *utilities* (8,7%), che costituiscono complessivamente il 51,3% del campione considerato. L’evidenza conferma la naturale vocazione di queste tipologie di imprese a raggiungere scale produttive elevate, cui si lega il necessario ricorso all’*equity* esterno come strumento di finanziamento sostenibile per una duratura strategia di crescita dimensionale.

In linea generale, l’impresa familiare costituisce il modello di *governance* predominante, con un tasso di incidenza sul campione del 67,7%

(vedi Tab. 3). Con riguardo alla distribuzione settoriale (vedi Tab. 4), il *business* familiare risulta prevalente nei settori manifatturieri e *labour intensive*, quali il settore dei beni per la casa e la persona (92,3%), alimentare (83,3%), media (78,6%) e industria dello spettacolo e dell'intrattenimento (70%); la presenza della famiglia è alquanto ridotta o simile a quella delle imprese non familiari nel settore tecnologico (52,6%), petrolifero (50%) e dei prodotti industriali (65,8%), laddove risulta, invece, minoritaria nel settore delle risorse naturali (33,3%), del *retail* (40%) e dei servizi pubblici (11,8%). Trova conferma quindi il dato secondo cui le imprese familiari tendono a specializzarsi in settori che richiedono minori investimenti in sviluppo tecnologico, che preferiscono strategie 'sicure' e meno rischiose e che assicurino comunque un livello competitivo di servizi al cliente. Le imprese a carattere familiare si rivelano maggiormente orientate, comparate con quelle non familiari, a focalizzarsi in nicchie di mercato, nelle quali sia possibile differenziare il prodotto/servizio e operare solo in alcune fasi concrete del processo produttivo, con una minore integrazione verticale nella catena del valore. Inoltre, la loro presenza è più alta in settori la cui attività può considerarsi un'estensione di quella della famiglia (settori tessile e alimentare, ad esempio) o lo sviluppo 'naturale' del patrimonio (settore agricolo e vitivinicolo, per citarne alcuni) o la continuità di una posizione ideologica (settore editoriale). L'eterogeneità nella ripartizione settoriale tra imprese familiari e non familiari dà evidenza della necessità del 'controllare' l'*industry effect* nell'analisi di performance.

La Tab. 5 mostra i valori di media, mediana e deviazione standard delle variabili considerate, relativamente ai due gruppi di imprese, familiari e non familiari; contestualmente, si riportano i risultati dei test parametrici (*t-student*) e non parametrici (*test di Kruskal-Wallis*) condotti per verificare la significatività statistica delle differenze osservate. L'utilizzo di test non parametrici è sembrato opportuno in considerazione del fatto che, da un controllo grafico sulla bontà di adattamento delle curve (effettuato tramite *Q-Q plot*¹⁰ e *detrended Q-Q plot*), risulta che la distribuzione di alcune variabili (MTBV, volatilità, ROE, totale dell'attivo, età, CFR, VR/CFR e VR-CFR) è abbastanza dissimile rispetto alla normale.

Le statistiche descrittive, relativamente alle variabili osservate, suggeriscono le seguenti considerazioni:

¹⁰ Il *Q-Q plot* confronta la distribuzione cumulata della variabile osservata con la distribuzione cumulata della normale. Se la variabile osservata presenta una distribuzione normale, i punti di questa distribuzione congiunta si addensano sulla diagonale che va dal basso verso l'alto e da sinistra verso destra.

1. il MTBV delle imprese familiari è mediamente più alto (2,11) del MTBV delle imprese non familiari (1,96), ma il risultato non è statisticamente significativo neanche nel caso dell'impiego di test non parametrici ($p = 0,881$); il dato sarà oggetto di maggiore approfondimento e verifica nell'analisi regressiva;
2. con riferimento all'indice di *leverage*, le imprese familiari risultano mediamente più indebitate (41,60 rispetto a 35,65 delle imprese non familiari); il dato potrebbe giustificarsi nella misura in cui, ipotizzando l'adozione di una strategia di gerarchia delle fonti, la chimera della diluizione della quota proprietaria potrebbe indurre l'azionista familiare, in condizioni di scarsità delle risorse internamente generate, a coprire il fabbisogno di investimenti tramite il ricorso all'indebitamento¹¹; il maggior rischio finanziario che ne consegue potrebbe giustificare le discrepanze rilevate nei valori medi del *beta levered* (6,06 per le imprese familiari contro i 0,76 delle imprese non familiari) e della volatilità dei rendimenti azionari (2,84 contro 0,24), in termini di maggiori costi di agenzia del debito e di dissesto/fallimento, così come ipotizzato dalla teoria del *trade-off*. L'evidenza, comunque, è debole (nel test *t-Student*, il livello di significatività delle differenze riscontrate tra *beta levered* e il grado di volatilità è rispettivamente $p = 0,489$ e $p = 0,492$);
3. i maggiori valori medi degli indici di performance contabile delle imprese familiari ($ROA = 2,978$ $ROE = 0,8420$) rispetto alle imprese non familiari ($ROA = 1,344$ $ROE = -12,83$) risultano coerenti con le discrepanze rilevate tra i valori medi dei MTBV, benché il dato risulti significativo solo al livello del 10% (nei test *t-Student*, rispettivamente $p = 0,081$ e $p = 0,07$);
4. le discrepanze in termini di dimensione ed età tra imprese familiari e non familiari sono in linea con i dati evidenziati dagli studi analizzati (benché statisticamente poco significative); in particolare, le imprese familiari risultano più piccole (la media dell'attivo patrimoniale delle imprese familiari è di 2.428.820,98 US\$ contro i 3.978.409,12 US\$ delle imprese non familiari) e moderatamente più giovani (l'età media per le imprese familiari è di circa 43 anni contro i 47 delle imprese non familiari), confermando le maggiori difficoltà riscontrate dal capitalismo familiare nel porre in atto strategie di crescita dimensionale; criticità a cui tuttavia si affianca

¹¹ Il ricorso all'indebitamento si giustificerebbe anche in relazione ai vincoli personali di ricchezza dei membri della famiglia, che potrebbero impedire ulteriori investimenti di capitale di rischio (Venanzi, 2010).

- un piglio imprenditoriale più dinamico e propositivo che coadiuva il processo di quotazione delle imprese familiari;
5. considerazioni statisticamente più robuste¹² possono svolgersi con riferimento alle variabili di struttura proprietaria identificanti il grado di concentrazione proprietaria (CFR) e il livello di separazione tra proprietà e controllo (VR/CFR e VR-CFR). I dati, infatti, segnalano che l'impresa familiare ha un livello di concentrazione proprietaria significativamente più elevato rispetto a quello non familiare (CFR medio pari al 47,20% contro il 34,40% delle imprese non familiari; CFR mediano 49,73% vs. 28,78%); con riferimento agli indicatori di separazione proprietà/controllo, parimenti l'impresa familiare risulta operare un grado di separazione significativamente maggiore di quello operato dalle imprese non familiari (rapporto medio VR/CFR pari a 1,96 contro 1,19 delle imprese non familiari; *wedge* medio pari a 0,07 contro lo 0,02 delle imprese non familiari).

4.4.9 Analisi di regressione

La Tab. 6 mostra i risultati dei modelli di regressione utilizzati includendo, rispettivamente, il ROA e il ROE come indicatori di performance contabile¹³.

I risultati evidenziano un legame negativo, ma non significativo tra la natura familiare della struttura proprietaria delle imprese e il *Market-to-Book Value* (t -value = -0,2962 con livello di significatività $p = 0,767$). Sembra, dunque, trovare supporto l'ipotesi di 'neutralità' della proprietà familiare sulla performance di mercato, lasciando intendere che le valutazioni circa la positività del legame tra risultati aziendali e *familiness* di un'impresa (sottese sia alle ipotesi originali della teoria dell'agenzia che agli sviluppi teorici delle recenti teorie *stewardship* e *resource-based*) siano vanificate dalla presenza di altrettante valutazioni negative espresse dal mercato circa la presenza di costi di agenzia ineliminabili e strettamente connessi alle criticità strutturali proprie della *governance* delle imprese familiari. L'impresa familiare, pertanto, pur configurando un assetto proprietario potenzialmente immune alle diseconomie derivanti dalla proprietà diffusa e in grado di realizzare una partecipazione più attiva degli *shareholders* al governo aziendale, non

¹² Le differenze sono statisticamente significative al livello del 5% per tutte le variabili (vedi Tab. 5) sia nel *test-Student* che nel *test di Kruskal-Wallis*.

¹³ Nel seguito si riportano i risultati del primo modello (ROA), specificando all'occorrenza le eventuali discrepanze del secondo modello (ROE).

sembra identificare, sotto il profilo dei costi di agenzia, un modello di per sé vincente o perdente ai fini della performance aziendale.

Relativamente alle altre variabili esplicative, pur con le accortezze valutative rese opportune dal ridotto valore del coefficiente di determinazione del modello¹⁴ ($R^2 = 0,39$, $Adj. R^2 = 0,32$), si possono trarre, in linea generale, le seguenti considerazioni:

1. la variabile LEV evidenzia un legame positivo e significativo a livello del 5% ($t\text{-value} = 2,45$, $p = 0,0165$) con la misura di performance di mercato; sul regressore non erano state formulate ipotesi unilaterali circa il segno del legame con la variabile dipendente, in quanto il quadro valutativo offerto dalle teorie sulla struttura finanziaria delle imprese non risulta scevro da ambiguità applicative: da un lato, il debito (e quindi un valore più elevato dell'indice di *leverage*) è foriero di benefici fiscali non irrilevanti, stante la deducibilità degli oneri finanziari, e pertanto altamente appetibile per l'impresa; dall'altro, un eccessivo ricorso all'indebitamento può favorire il passaggio dal dissesto economico al dissesto finanziario, esponendo l'impresa a subire una riduzione significativa in termini di valore, la cui entità è pari al valore attuale dell'ammontare dei costi di fallimento per la probabilità che il fallimento si verifichi¹⁵. Tuttavia, al debito sono connessi benefici di agenzia non indifferenti, in quanto ha il vantaggio di ridurre sensibilmente i costi di agenzia dovuti a un'eccessiva separazione tra proprietà e controllo, aumentando la quota di *equity* del proprietario-*manager*. Il debito, in questa prospettiva, svolgerebbe un ruolo disciplinante della condotta dei *manager*, riducendo l'ambito di discrezionalità del *management* e, quindi, il rischio di comportamenti sub-ottimali per gli azionisti. A queste considerazioni è possibile riferirsi nell'interpretare il legame positivo tra livello di indebitamento e performance di mercato. Inoltre, nelle imprese familiari, il maggior ricorso al debito, come già in precedenza evidenziato, si giustificerebbe nella misura in cui l'azionista di controllo, da un lato tende ad evitare eccessive diluizioni della quota di controllo, dall'altro deve sopperire con fonti esterne alla carenza di risorse interne o personali per la copertura del fabbisogno di investimenti dell'impresa;

¹⁴ Coerente, tuttavia, con i valori registrati in una parte rilevante della *review* empirica analizzata.

¹⁵ In particolare, i costi di fallimento si sostanziano nella possibilità che i *policy makers* dell'azienda effettuino decisioni di investimento sub-ottimali indotte dalla presenza del debito rischioso, cui il mercato può cautelarsi con una rinegoziazione continua del contratto di debito (Venanzi, 2010).

2. le variabili VOL e BETA non forniscono evidenze di rilievo; il loro legame con la variabile dipendente risulta statisticamente poco robusto a tutte le specificazioni del modello. L'assenza di significatività nel legame tra la performance di mercato e i principali indicatori di rischiosità dell'impresa corrobora le considerazioni svolte in sede di disamina delle statistiche descrittive, laddove i due sottogruppi di imprese, imprese familiari e non familiari, non scontavano differenze statisticamente significative tra i valori medi registrati;
3. il legame dell'indicatore di performance contabile (ROA) con il MTBV risulta, come atteso, positivo e altamente significativo ($t\text{-value} = 3,86$, $p = 0,00016$, significativo pertanto a livello dello 0,1%); il legame registrato dà evidenza, pertanto, della prevedibile interconnessione tra la performance contabile e la performance di mercato dell'impresa; nel secondo modello di regressione, invece, il ROE non evidenzia legami significativi con la variabile (vedi Tab. 6);
4. la variabile *proxy* della dimensione aziendale (TOTATT) non fornisce evidenze di rilievo, circostanza che ne indebolisce la portata informativa; il legame con la variabile dipendente, in entrambi i modelli, è negativo (quindi coerente con le ipotesi assunte), ma non significativo (rispettivamente, $p = 0,286$ e $p = 0,177$);
5. per quanto riguarda la variabile ETA, il coefficiente si mantiene negativo e altamente significativo (a livello dell'1%) in entrambi i modelli (rispettivamente, $p = 0,0096$ e $p = 0,0071$). Il risultato è coerente con le ipotesi formulate sulla variabile, indicando che, al crescere dell'età, «l'impresa tende a raggiungere una posizione di maturità e stabilità nel *business* in cui opera, elemento che potrebbe provocare una riduzione delle opportunità di crescita» (Morresi, 2009b), facendo venir meno, inoltre, l'effetto benefico della presenza della prima generazione imprenditoriale nei posti di comando;
6. con riferimento alle variabili segnaletiche della potenziale presenza di costi/benefici di agenzia dovuti al grado di concentrazione proprietaria (CFR) e al livello di separazione tra proprietà e controllo (VR/CFR), i risultati sono statisticamente significativi (al livello del 10%) esclusivamente nel primo modello e solo con riguardo alla variabile VR/CFR ($p = 0,079$); la Tab. 5 mostra, infatti, un legame negativo tra il rapporto *voting rights/cash-flow rights* e la performance di mercato, corroborando le ipotesi sull'effetto ridimensionante, in termini di risultati aziendali, dei costi di agenzia connessi a strutture proprietarie che attuano un livello di separazione troppo elevato tra proprietà e controllo. Il problema

è particolarmente avvertito nelle imprese familiari, laddove, come evidenziato in sede di disamina delle statistiche descrittive, il valore medio della variabile è significativamente più alto rispetto alle imprese non familiari;

7. si segnala, inoltre, un legame significativo e positivo tra la variabile identificante la struttura proprietaria *sole proprietorship* e la variabile dipendente; il risultato potrebbe sottendere potenziali valutazioni positive del mercato relativamente a quelle realtà aziendali caratterizzate dalla presenza del socio fondatore, cui tradizionalmente sono connesse maggiori opportunità di crescita futura.

Nella terza parte della Tab. 6, infine, si è proceduto ad eliminare dal modello, una alla volta, le variabili non significative e potenzialmente ‘ridondanti’, in particolar modo quelle utilizzate come *proxy* dello stesso fenomeno (VR/CFR e CFR; BETA e LEV) e quindi verosimilmente correlate tra loro in maniera forte. Questa ulteriore specificazione del modello non altera il segno dei coefficienti dei regressori, ma ne aumenta sensibilmente la significatività (la variabile ETA diventa significativa a livello dello 0,1% con $p = 1,037 \cdot 10^{-5}$ e la variabile VR/CFR a livello del 5% con $p = 0,0151$). Tuttavia, il legame oggetto di indagine tra la natura familiare o non familiare della struttura familiare (FNF) e la performance di mercato (MTBV) non risulta alterato, confermando le considerazioni precedentemente svolte.

4.4.10 Limiti metodologici e spunti per un approfondimento della ricerca

L’indagine risente, in particolare, dell’eccessiva ‘rigidità’ del fattore *family ownership* nel fornire evidenze sulla valutazione di mercato delle imprese familiari, indebolendone la portata informativa.

Ulteriori specificazioni del controllo familiare dell’impresa, quali la presenza di familiari negli organi di comando, potrebbero fornire evidenze più marcate del legame tra *familiness* e risultati aziendali. La maggior parte degli studi analizzati, infatti, rilevano un legame significativo tra presenza dei familiari nel CdA e performance (*i.a.* Anderson, Reeb, 2003; Mishra *et al.*, 2001; Ben-Amar, André, 2006; Barontini, Caprio, 2006; Morresi, 2009b), qualora la gestione venga affidata a un *manager* professionista; il mercato, infatti, sembra apprezzare il ruolo di monitoraggio svolto dai familiari sull’operato del *management*. Di segno incerto è invece il legame tra la gestione aziendale affidata a un familiare e la performance di mercato; talora si registrano legami negativi e significativi in virtù del maggiore inasprimento dei costi di *entrenchment effect* che tale conformazione di *governance* comporta (*i.a.* Morresi, 2009b; Volpin, 2002), talora legami di

segno opposto (*i.a.* Ben-Amar, André, 2006; Maury, 2006).

Pertanto il semplice controllo detenuto da una famiglia o da un individuo potrebbe, di per sé, non essere rilevante ai fini del legame positivo con la performance. Infatti, come rileva Morresi (2009a): «la significatività viene meno se si usa la variabile che qualifica come impresa familiare solo il caso in cui la famiglia è il principale azionista identificato, escludendo, perciò, i casi in cui il principale azionista sia una società non quotata per la quale non è stato possibile identificare l'azionista di riferimento, nonché le imprese che avevano la famiglia come maggiore azionista ma con familiari coinvolti nella gestione: sembra che il coinvolgimento nella gestione influenzi i risultati».

Un aspetto suscettibile di ulteriore approfondimento riguarda le criticità connesse al passaggio generazionale, che risulta particolarmente rappresentativo del tessuto imprenditoriale italiano, ma che non riceve un'adeguata attenzione negli studi sul *family business* a livello nazionale. Secondo un luogo comune: 'la prima generazione crea, la seconda sviluppa e la terza distrugge' e studi su scala nazionale testimoniano che un'azienda su tre non sopravvive alla prima generazione. Solo il 35% delle aziende familiari, inoltre, mantiene la stessa proprietà dalla prima alla seconda generazione, mentre dalla seconda alla terza la percentuale scende al 15% (Manzone, Trento, 2000). Si tratta di un fenomeno trasversale ai settori e alle dimensioni delle aziende, che assume un peso rilevante non solo all'interno della situazione dell'economia italiana, ma anche di quella europea.

4.5 Conclusioni

Le evidenze sul *family business* sono numerose e si prestano, con tutta evidenza, a considerazioni di varia natura. La ricerca dei *driver* della performance aziendale tiene conto delle particolari sinergie organizzative e relazionali fornite dalla presenza di *sentient system* alla guida del governo societario e, al contempo, delle criticità connesse alla commistione tra interessi 'domestici' e interessi economici dell'impresa, non di rado percepita dall'azionista familiare come un'ingarbugliata matassa di ineliminabili cointeressenze. La letteratura sembra suggerire che l'affidamento della gestione dell'impresa a professionisti qualificati, sotto l'attenta sorveglianza dei familiari, costituisca l'assetto governativo più idoneo a migliorare la valutazione di mercato delle imprese familiari.

Quali evidenze, invece, per la proprietà familiare? Da quanto è emerso nella presente indagine, la natura familiare degli assetti proprietari di

un'impresa non ne influenza significativamente la redditività. Le cause di eventuali sotto-performance delle imprese familiari vanno ricercate altrove, in particolare, come già accennato, nelle criticità legate alle deleghe di potere, ai passaggi generazionali o al processo di internazionalizzazione. Tuttavia, con riferimento ad alcune variabili oggetto di studio, e ai profili aziendalistici esaminati nei precedenti capitoli, si possono trarre alcune considerazioni di massima:

1. L'*habitat* economico in cui si trovano ad operare le imprese italiane sembra favorire la presenza del controllo di diritto, attuato mediante massicce e poco diversificate partecipazioni societarie e articolate strutture di gruppo. Tali aspetti segnalano la scarsa contendibilità dei pacchetti azionari di maggioranza nel mercato del controllo societario, cui contribuisce la limitatezza del flottante medio circolante sulla borsa valori. Infatti, come rivelano i dati 2010 della Relazione annuale della Consob, solo il 12% delle società di Borsa Italiana (32 su 271) sono contendibili e pesano solo per il 20,7% sull'intera capitalizzazione di Piazza Affari. Il resto del listino è blindato dalle controllate: di diritto (129), di fatto (49) e da patti parasociali (8). Il flottante medio delle società dell'indice Ftse Mib, secondo la relazione, è del 57,9%, ma scende al 40,7% se si considera tutto il mercato. E nelle matricole il dato è ancora più basso: per le 'debuttanti' dal 2008 a oggi sul listino principale il flottante medio è solo del 30,5% e addirittura il 23,7% per quelle sull'Aim, il mercato delle piccole imprese. Pesa, inoltre, sulla valutazione la scarsa tutela accordata all'azionista che rende più appetibile (talvolta, inevitabile) ricorrere a una forte concentrazione degli investimenti. E questo è tanto più vero nel caso delle imprese familiari, come risulta evidente dai dati presentati: i CFR medi nelle imprese familiari sono significativamente più alti dei valori registrati nel sottogruppo delle imprese non familiari, confermando la maggiore concentrazione che caratterizza il capitalismo familiare;
2. l'impresa familiare realizza un grado di separazione tra proprietà e controllo significativamente maggiore di quello attuato dall'impresa non familiare. La variabile *proxy* dell'effetto, ovvero il rapporto tra *voting rights* e *cash-flow rights* facenti capo all'azionista ultimo, risulta inoltre negativamente correlata con la performance di mercato, segnalando che un'eccessiva separazione tra proprietà e controllo non è ben vista dal mercato. Il *trend*, tuttavia, è decrescente con riferimento a entrambi i sottogruppi di imprese: il rapporto VR/CFR medio nelle società appartenenti al campione si riduce

infatti, per le imprese familiari, dal 2,02 del 2004 al 1,94 del 2006, per le imprese non familiari dal 1,22 al 1,17. In questo trovano quindi conferma i dati di Bianchi, Bianco (2008) sulla riduzione graduale del 'gruppo' come forma di *governance* in grado di attuare una sostanziale separazione tra proprietà e controllo. Come segnala Venanzi (2010): «L'importanza che ha assunto il gruppo in Italia negli anni '90 (il 60% delle società quotate e oltre l'80% della capitalizzazione nel 1990) si è ridotta, infatti, gradualmente negli anni più recenti (rispettivamente il 25% e il 49% nel 2007). Inoltre è cambiata la struttura dei gruppi, con una riduzione delle caratteristiche a maggiore potenziale di espropriazione da parte del soggetto di controllo nei confronti degli azionisti di minoranza: dal 1990 al 2007 si è dimezzato il numero medio di società appartenenti al gruppo (da 5 a 2,5), si è ridotto a un terzo il numero delle controllate nei gruppi piramidali (dal 38% al 12%) e si è dimezzata la leva azionaria media (da 4,8 a 2,3)».

Il peculiare modello di *governance* che l'impresa familiare realizza, scevro dalle implicazioni dannose di un'eccessiva separazione tra proprietà e controllo, ma vulnerabile alle distorsioni organizzative connesse ad assetti partecipativi poco diluiti, non identifica, sotto il profilo dei costi di agenzia, un modello di per sé vincente o perdente. Benché sia lecito ritenere che il capitalismo familiare, per le sue caratteristiche peculiari, sia maggiormente predisposto a ospitare al suo interno gli schemi relazionali teorizzati dalla *stewardship theory* e a generare quel complesso di risorse aziendali 'inimitabili' che la *resource-based view* associa a duraturi vantaggi competitivi, è altrettanto plausibile che tali paradigmi interpretativi risultino più verosimili in organizzazioni di minori dimensioni, dove l'apporto dei familiari all'impresa mantiene la sua originaria efficacia propulsiva e non risulta, per converso, veicolato dagli inevitabili schemi organizzativi e decisionali richiesti nelle grandi organizzazioni.

Tab. 2 – Distribuzione settoriale del campione d'indagine

Settore	Frequenza	Percentuale
Industria automobilistica e componenti (11)	7	3,6
Basic resources (16)	3	1,5
Chimico (17)	5	2,6
Materiali edili e industria immobiliare (7)	16	8,2
Holding finanziarie (13)	5	2,6
Cibi e bevande (8)	6	3,1
Salute (6)	3	1,5
Servizi e prodotti industriali (4)	38	19,5
Media (12)	14	7,2
Petrolio & Gas (15)	4	2,1
Beni per la persona e la cura della casa (9)	26	13,3
Reale Estate (3)	11	5,6
Retail (14)	5	2,6
Tecnologia (10)	19	9,7
Telecomunicazioni (2)	6	3,1
Viaggi e tempo libero (5)	10	5,1
Utilities (1)	17	8,7
Totale	195	100,0

Tab. 3 – Suddivisione del campione in imprese familiari e non familiari

Familiare vs. Non familiare	Frequenza	Percentuale %
Non familiare	63	32,3
Familiare	132	67,7
Totale	195	100,0

Tab. 4 – Tavola di contingenza delle imprese del campione suddivise per settore e tipologia del soggetto controllante (familiare *vs* non familiare)

Settore		Familiare <i>vs</i> Non familiare		Totale
		Non familiare	Familiare	
Ind. autom. e comp. (11)	Conteggio	1	6	7
	% entro Settore	14,3%	85,7%	100,0%
Basic Resources (16)	Conteggio	2	1	3
	% entro Settore	66,7%	33,3%	100,0%
Chimico (17)	Conteggio	1	4	5
	% entro Settore	20,0%	80,0%	100,0%
Mater. ed. e ind. immob. (7)	Conteggio	2	14	16
	% entro Settore	12,5%	87,5%	100,0%
Holdings finanz. (13)	Conteggio	2	3	5
	% entro Settore	40,0%	60,0%	100,0%
Cibi e bevande (8)	Conteggio	1	5	6
	% entro Settore	16,7%	83,3%	100,0%
Salute (6)	Conteggio	1	2	3
	% entro Settore	33,3%	66,7%	100,0%
Serv. e prod. industr. (4)	Conteggio	13	25	38
	% entro Settore	34,2%	65,8%	100,0%
Media (12)	Conteggio	3	11	14
	% entro Settore	21,4%	78,6%	100,0%
Petrolio & Gas (15)	Conteggio	2	2	4
	% entro Settore	50,0%	50,0%	100,0%
Beni pers. e cura casa (9)	Conteggio	2	24	26
	% entro Settore	7,7%	92,3%	100,0%
Real Estate (3)	Conteggio	2	9	11
	% entro Settore	18,2%	81,8%	100,0%
Retail (14)	Conteggio	3	2	5
	% entro Settore	60,0%	40,0%	100,0%
Tecnologia (10)	Conteggio	9	10	19
	% entro Settore	47,4%	52,6%	100,0%

Telecom. (2)	Conteggio	1	5	6
	% entro Settore	16,7%	83,3%	100,0%
Viaggi e t. lib. (5)	Conteggio	3	7	10
	% entro Settore	30,0%	70,0%	100,0%
Utilities (1)	Conteggio	15	2	17
	% entro Settore	88,2%	11,8%	100,0%
Totale	Conteggio	63	132	195
	% entro Settore	32,3%	67,7%	100,0%

Tab. 5 – Statistiche descrittive delle variabili oggetto di studio

Variabile	Familiare				Non familiare				t-test	K-W
	N	μ	Me	σ	N	μ	Me	σ		
MTBV	132	2,11	1,88	1,52	63	1,96	1,66	1,10	0,711	0,881
BETA	127	6,06	0,74	59,03	60	0,76	0,71	0,60	0,694	0,661
VOL	128	2,84	0,23	29,42	61	0,24	0,21	0,11	0,689	0,573
LEV	131	41,60	42,80	23,04	60	35,65	42,30	54,81	1,057	0,646
ROA	131	2,98	2,99	5,81	61	1,34	2,75	6,93	1,757	0,129
ROE	128	0,84	8,05	34,68	61	-12,84	4,65	71,24	1,778	0,128
TOTATT	132	2428820,99	376058,67	9313189,74	62	3978409,13	355961,50	12484513,96	0,965	0,987
ETA	132	42,60	28,50	36,57	63	46,94	28,00	43,41	0,728	0,914
CFR	132	0,47	0,50	0,19	62	0,34	0,29	0,20	4,347	0,000
VR/CFR	132	1,96	1,00	5,20	63	1,19	1,00	0,55	1,170	0,016
VR-CFR	132	0,07	0,00	0,10	63	0,03	0,00	0,07	3,036	0,005

Legenda: N = numero di osservazioni, μ = media, Me = mediana, σ = deviazione standard, t-test = test t-Student del confronto tra le medie dei due sottogruppi (supposta varianza uguale), K-W = test non parametrico di Kruskal-Wallis del confronto tra le medie dei due sottogruppi.

Tab. 6 – Modelli di regressione della variabile dipendente
Market-to-Book Value (MTBV)

Variabile	Modello 1				Modello 2				Modello 3			
	Coeff.	σ	t-value	p	Coeff.	σ	t-value	p	Coeff.	σ	t-value	p
Costante	2,7445	1,5226	1,8024	0,0734	1,6646	1,5779	1,0550	0,2931	1,5413	0,7846	1,9644	0,0510
FNF	-0,2723	0,9191	-0,2962	0,7675	0,2695	0,9475	0,2844	0,7765	0,0611	0,2011	0,3038	0,7616
BETA	0,0492	0,1728	0,2847	0,7762	0,1690	0,1773	0,9534	0,3419				
VOL	-0,9850	1,2060	-0,8168	0,4153	-2,0534	1,2247	-1,6766	0,956				
LEV	0,00765*	0,0032	2,4231	0,0165	0,0067*	0,0033	2,0292	0,0441				
ROA	0,0899***	0,0233	3,8646	0,0002					0,0953***	0,0198	4,8138	3,13·10 ⁻⁶
ROE					-0,0023	0,0017	-1,3551	0,1773				
TOTATT	-0,0748	0,0698	-1,0715	0,2856	-0,0219	0,0713	-0,3077	0,7587				
ETA	-0,2530**	0,0965	2,6221	0,0096	-0,2742**	0,1005	-2,7283	0,0071	-0,3854***	0,0849	-4,5378	1,04·10 ⁻⁶
CFR	-0,3484	0,8034	-0,4337	0,6651	0,2154	0,8228	0,2618	0,7939				
VR/CFR	-2,9605	1,7785	-1,6646	0,0980	-2,9137	1,8585	-1,5677	0,1189	-3,8566*	1,5725	-2,4525	0,0151
TDUM05	-1,4708	1,4482	-1,0157	0,3114	-2,4539	1,5229	-1,6114	0,1091				
TDUM06	2,5648***	0,9574	2,6788	0,0082	3,0987**	1,0079	3,0745	0,0025	2,9582	2,0373	1,4520	0,1483
WID	-0,2809	0,8939	-0,3142	0,7538	0,5402	0,9055	0,5966	0,5517				
PUB	-0,1656	0,9440	-0,1755	0,8610	0,4192	0,9716	0,4315	0,6667				
SOLE	0,9070*	0,4301	2,1087	0,0366	0,6710	0,4469	1,5015	0,1352	1,1254**	0,3724	3,2637	0,0013
SOC	-0,0786	0,9275	-0,0848	0,9326	0,2170	0,9643	0,2250	0,8223				
Oss.	551				552				567			
R^2	0,3873				0,3293				0,2768			
<i>Adj. R²</i>	0,3184				0,2724				0,2608			
<i>p-value</i>	2,44·10 ⁻⁶				1,68·10 ⁻⁴				4,36·10 ⁻⁹			

Legenda: nel Modello 1 la variabile di controllo della performance utilizzata è il ROA, nel Modello 2 il ROE. Il Modello 3 è una specificazione del Modello 1 derivato utilizzando le sole variabili statisticamente significative. Coeff. = coefficiente di regressione e relativa significatività statistica; σ = errore standard per dat panel; t = statistica t di Student; p = livello di significatività osservato; Oss. = numero di osservazioni valide; R^2 , *Adj. R²* = indicatori sulla bontà di adattamento dei modelli.

BIBLIOGRAFIA

- ADAMS J., TASCHIAN A., SHORE T. (1996), *Ethics in Family and Non Family Firms: An Exploratory Study*, in «Family Business Review», vol. 9, n. 2, pp. 157-170.
- ADAMS R., ALMEIDA H., FERREIRA D. (2005), *Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance*, in «The Review of Financial Studies», vol. 18, n. 4, pp. 1404-1432.
- ALCORN P. (1982), *Success and Survival in the Family-Owned Business*, New York, McGraw-Hill.
- AMORE M., MINICHILLI A., CORBETTA G. (2011), *How Do Managerial Successions Shape Corporate Financing Policies in Family Firms?*, in «Journal of Corporate Finance», vol. 17, pp. 1016-1027.
- ANDERSON R., REEB D. (2003), *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, in «Journal of Finance», vol. 58, n. 3, pp. 1301-1328.
- ASTRACHAN J., SHANKER M. (2003), *Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look*, in «Family Business Review», vol. 16, n. 3, pp. 211-219.
- BABICKY J. (1987), *Consulting to the Family Business*, in «Journal of Management Consulting», vol. 3, n. 4, pp. 25-32.
- BARNES L., HERSHON S. (1976), *Transferring Power in the Family Business*, in «Harvard Business Review», vol. 54, n. 4, pp. 105-114.
- BARONTINI R., CAPRIO L. (2006), *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe*, in «European Financial Management», vol. 12, n. 5, pp. 689-723.
- BEN-AMAR W., ANDRÈ P. (2006), *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, in «Journal of Business Finance and Accounting», vol. 33, nn. 3-4, pp. 517-543.
- BENNETTSEN M. et al. (2006), *Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decision and Performance*, Finance Working Paper 132, Tech. rept. European Corporate Governance Institute.
- BIANCHI M., BIANCO M. (2008), *The Evolution of Ownership Control Structure in Italy in the Last 15 Years*, Banca d'Italia.
- BRIOSCHI F., BUZZACHI L., COLOMBO M. (1990), *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana*, Roma, La Nuova Scientifica.
- CARSrud A. (1994), *Meanderings of Resurrected Psychologist or Lessons Learned in Creating a Program*, in «Entrepreneurship Theory & Practice»,

vol. 19, n. 1, pp. 39-48.

CHEN Z. *et al.* (2005), *Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong*, in «Pacific-Basin Finance Journal», vol. 13, n. 4, pp. 431-449.

CHRISMAN J., CHUA J., SHARMA P. (2004), *Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*, in «Entrepreneurship Theory and Practice», vol. 28, n. 4, pp. 335-354.

CLAESSENS S., DJANKOV S., LANG L. (2000), *The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations*, in «Journal of Financial Economics», vol. 48, nn. 1-2, pp. 81-112.

CLAESSENS S. *et al.* (2002), *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in «Journal of Finance», vol. 57, n. 6, pp. 2741-2771.

CORBETTA G. (1995), *Patterns of Development of Family Business in Italy*, in «Family Business Review», vol. 8, n. 4, pp. 255-265.

CORBETTA G., MINICHILLI A., QUARATO F. (2011), *Osservatorio AUB su tutte le aziende familiari di medie e grandi dimensioni*.

CRONQVIST H., NILSSON M. (2003), *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, in «Journal of Financial and Quantitative Analysis», vol. 38, n. 4, pp. 695-719.

DAVIS J., SCHOORMAN F., DONALDSON L. (1997), *Toward a Stewardship Theory of Management*, in «Academy of Management Review», vol. 22, n. 1, pp. 20-47.

DAVIS P. (1983). *Realizing the Potential of the Family Business*, in «Organizational Dynamics», vol. 12, n. 1, pp. 47-56.

DREUX D. (1990), *Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public*, in «Family Business Review», vol. 3, n. 3, pp. 225-243.

FACCIO M., LANG L. (2002), *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, in «Journal of Financial Economics», vol. 65, n. 3, pp. 365-395.

FAMA E., JENSEN M. (1983), *Agency Problems and Residual Claims*, in «Journal of Law and Economics», vol. 26, n. 2, pp. 327-349.

FILATOICHEV I., LIEN Y., PIESSE J. (2005), *Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan*, in «Asia Pacific Journal of Management», vol. 22, n. 3, pp. 257-283.

GURSOY G., AYDOGAN K. (2002), *Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies*, in «Emerging Markets Finance and Trade», vol. 36, n. 6, pp. 6-25.

HABBERSHON T., WILLIAMS M. (1999), *A Resourced-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms*, in «Family Business Review», vol. 12, n. 1, pp. 1-22.

KETS-DE VRIES M., CARLOCK R. (2007), *Family Business on the Couch: a*

- Psychological Perspective*, Chichester, UK, John Wiley and Sons.
- KIM E. (2006), *The Impact of Family Ownership and Capital Structures on Productivity Performance of Korean Manufacturing Firms: Corporate Governance and the "Chaebol" Problem*, in «Journal of the Japanese and International Economics», vol. 20, n. 2, pp. 209-233.
- KLEINS S., ASTRACAN J., SMYRNIOS K. (2005), *The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation and Further Implication for Theory*, in «Entrepreneurship Theory & Practice», vol. 29, n. 3, pp. 321-339.
- MANZONE B., TRENTO S. (2000), *Il trasferimento intergenerazionale delle imprese*, Banca d'Italia.
- MAURY B. (2006), *Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations* in «Journal of Corporate Finance», vol. 12, n. 2, pp. 321-341.
- MAURY B., PAJUSTE A. (2005), *Multiple Large Shareholders and Firm Value*, in «Journal of Banking and Finance», vol. 27, n. 9, pp. 1813-1834.
- MCCONAUGHY D. (2000), *Family CEO vs Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay To Performance*, in «Family Business Review», vol. 13, n. 2, pp. 121-131.
- MCCONAUGHY D. et al. (1998), *Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value*, in «Review of Financial Economics», vol. 7, n. 1, pp. 1-19.
- MCCONAUGHY D., MATTHEWS C., FIALKO A. (2001), *Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk and Value*, in «Journal of Small Business Management», vol. 39, n. 1, pp. 31-49.
- MISHRA C., RANDOY T., JENSSSEN J. (2001), *The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance*, in «Journal of International Financial Management and Accounting», vol. 12, n. 3, pp. 235-259.
- MOHLO I. (1997), *The Economics of Information: Lying and Cheating in Markets and Organizations*, Oxford, UK, Blackwell.
- MONTEMERLO D. (2005), *La proprietà familiare: motore per la crescita o impianto frenante?*, in Corbetta G. (a cura di), *Capaci di crescere*, Milano, Egea.
- MORCK R., STANGELAND D., YEUNG B. (2000), *Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth. The Canadian Disease?*, in Morck R. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago and London, University of Chicago Press, pp. 319-372.
- MORRESI O. (2008), *L'impresa familiare: modello di governance vincente? Una verifica empirica sulle imprese italiane quotate*, Ph.D.'s thesis, Università degli Studi di Trieste.
- MORRESI O. (2009a), *Il family effect su performance e risk-taking dell'impresa negli ultimi dieci anni: evidenza internazionale a confronto*, Milano,

FrancoAngeli.

MORRESI O. (2009b), *Impresa familiare e performance: una verifica empirica sulle imprese italiane quotate*, in «Finanza Marketing e Produzione», vol. 3, pp. 7-30.

MUTTAKIN M., KHAN A., SUBRAMANIAM N. (2012), *Family Firms, Family Generation and Performance: Evidence from an Emerging Economy*, in «Journal of Accounting in Emerging Economies», vol. 4, n. 2, pp. 197-219.

PEARSON A., MARLER L. (2010), *A Leadership Perspective of Reciprocal Stewardship in Family Firms*, in «Entrepreneurship Theory and Practise», vol. 34, n. 6, pp. 1117-1124.

PEREZ-GONZALEZ F. (2006), *Inherited Control and Firm Performance*, in «American Economic Review», vol. 96, n. 5, pp. 1559-1588.

PERVIN A. (1997), *A Conversation with Henry Mintzberg*, in «Family Business Review», vol. 10, n. 2, pp. 185-198.

RANDOY T., GOEL S. (2003), *Ownership Structure, Founder Leadership ad Firm Performance in Norwegian SMEs; Implications for Financing Entrepreneurial Opportunities*, in «Journal of Business Venturing», vol. 18, n. 5, pp. 619-637.

SCHULTZE W. et al. (2001), *Agency Relationships in Family Firms* <<http://dx.doi.org/10.1287/orsc.12.2.99.10114>> (ultimo accesso 12.12.2015).

SRAER D., THESMAR D. (2007), *Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence from the French Stock Market*, in «Journal of the European Economic Association», vol. 5, n. 4, pp. 709-751.

VENANZI D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Milano-Torino, Pearson Prentice Hall.

VILLALONGA B., AMIT R. (2006), *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, in «Journal of Financial Economics», vol. 80, n. 2, 385-417.

VOLPIN P. (2002), *Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy*, in «Journal of Financial Economics», vol. 64, n. 1, pp. 61-90.

WARD J. (1997), *Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices*, in «Family Business Review», vol. 10, n. 4, pp. 323-337.

ZAHRA S., HAYTON J.C., SALVATO C. (2004), *Entrepreneurship in Family vs Non-Family Firms: A Resource-Based Analysis of the Effect of Organizational Culture*, in «Entrepreneurship Theory and Practise», vol. 28, n. 4, pp. 363-381.

ZOCCHI W. (2004), *Il family business*, Milano, Edizioni Il Sole 24 Ore.