

I COSTI DEL SISTEMA DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO NEI
SISTEMI DI GOVERNANCE ALTERNATIVI E IN QUELLO TRADIZIONALE:
L'EVIDENZA EMPIRICA IN ITALIA AL 2008

CARLO BELLAVITE PELLEGRINI, LAURA PELLEGRINI, EMILIANO SIRONI

I costi del sistema degli organi di amministrazione e controllo nei sistemi di governance alternativi e in quello tradizionale: l'evidenza empirica in Italia al 2008

Carlo Bellavite Pellegrini Laura Pellegrini** Emiliano Sironi****

Abstract

La recente crisi e i numerosi scandali finanziari sembrano aver messo in luce debolezze dei sistemi di governance adottati nei diversi Paesi, sollecitando la necessità di interventi mirati. In quest'ottica l'intervento del legislatore italiano, risalente al 2003, sembra andare in tale direzione. L'introduzione di sistemi di amministrazione e controllo alternativi anche nell'ordinamento italiano è volta a garantire alle società la possibilità di una maggiore efficienza, anche in termini di risparmio dei costi relativi. Tale studio intende analizzare, su dati al 2008, i costi legati al governo societario al fine di indagare se essi possano dipendere dall'adozione dei diversi sistemi di governance. Dall'analisi econometrica emerge come il sistema monistico, che caratterizza società di minori dimensioni, con strutture proprietarie più frazionate e maggiormente soggette a direzione coordinamento, sia associato a dei costi del sistema di amministrazione e controllo inferiori rispetto al sistema dualistico e tradizionale.

Parole Chiave: corporate governance, sistema di amministrazione e controllo monistico, dualistico e tradizionale.

* Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione Aziendale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; CeMaFiR (Centre for Macroeconomics and Finance Research) Fondazione Arnone Bellavite Pellegrini; "Paolo Baffi" Centre on Central Banking and Financial Regulation Università Commerciale Luigi Bocconi.

E-mail: carlo.bellavite@unicatt.it

** Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione Aziendale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; CeMaFiR (Centre for Macroeconomics and Finance Research) Fondazione Arnone Bellavite Pellegrini;

E-mail: laura.pellegrini@unicatt.it

*** Dipartimento di Scienze Statistiche

Dipartimento di Scienze Statistiche, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; "Paolo Baffi" Centre on Central Banking and Financial Regulation Università Commerciale Luigi Bocconi. E-mail: emiliano.sironi@unibocconi.it

1. Introduzione

L'attuale crisi economica e la crescita del rischio a livello globale (Krugman, 2008) hanno alimentato, in particolar modo durante gli ultimi anni, un acceso dibattito internazionale di ampio respiro, coinvolgendo l'interesse istituzionale, accademico e professionale anche sulla validità delle strutture di corporate governance e sull'efficacia dei sistemi di controllo per la competitività delle imprese nei mercati globali.

Inoltre, l'evidenza di numerosi e recenti scandali finanziari, ha ulteriormente sottolineato come le cause scatenanti di tali accadimenti non siano di semplice individuazione. Sebbene l'analisi della crisi non si mostri univoca, emergono tuttavia alcuni elementi condivisi da economisti e studiosi, tra cui rilevante peso assumono le carenze nei sistemi di corporate governance e di supervisione, sia interna, sia ad opera degli organi di vigilanza esterni.

Oltre alle manifeste debolezze di natura finanziaria, industriale e gestionale delle imprese generate dalla crisi, sembrano essere emerse carenze nei sistemi di governance adottati nei diversi paesi, sottolineando la necessità di interventi mirati volti a ripristinare il consenso mediante l'assunzione di strutture e processi di governance maggiormente efficaci, a livello nazionale e internazionale.

La sostanziale svolta del sistema legislativo italiano, che in seguito alla riforma in vigore dal 2004 consente alle imprese differenti forme di libertà, distinte per natura e qualità¹ (Ghezzi e Malberti, 2008), sembra essere la risposta italiana a tale esigenza internazionale. La possibilità concessa dal legislatore di scegliere tra sistemi di governance differenti distinti tra alternativi² e tradizionale, rende interessante ad un anno dall'inizio della crisi globale, e a quattro anni dall'introduzione della riforma, proporre un quadro d'insieme in merito all'attrattività che tali sistemi alternativi possano aver manifestato nel contesto nazionale rispetto al sistema tradizionale, anche in relazione ai differenti costi che tali diversi sistemi possano evidenziare.

¹ Tra cui la possibilità di adottare sistemi di governance alternativi rispetto al modello tradizionale, e retti da un complesso di *mandatory rules* che ne costituisce il fondamento ontologico.

² Il modello monistico ed il modello dualistico.

Il presente lavoro è organizzato nel seguente modo. Dopo una breve survey della letteratura esistente in materia di *corporate governance* e sistemi di amministrazione e controllo alternativi oggetto del paragrafo 2, il terzo paragrafo presenta le principali ipotesi e gli obiettivi della ricerca. Il quarto paragrafo espone alcune delle principali statistiche descrittive di natura quantitativa e qualitativa del campione di osservazione su dati al 2008, mentre il quinto paragrafo ha come oggetto, dopo una breve descrizione della metodologia statistica utilizzata, l'esposizione dei principali risultati empirici dell'analisi. Segue il sesto paragrafo conclusivo.

2. Modelli di governance in Italia e nel contesto europeo: una breve survey della letteratura

Tra i grandi temi che negli ultimi decenni hanno suscitato l'attenzione del dibattito accademico e istituzionale, riveste rilevanza il tema della *corporate governance*. La letteratura economica si è, infatti, storicamente accostata a tale tema che, soprattutto negli ultimi anni, ha avuto particolare enfasi, anche a fronte dei recenti e rilevanti scandali finanziari che hanno colpito i sistemi economici, anche i più progrediti³. Tali accadimenti hanno messo in luce la necessità di una riflessione più profonda sulla rilevanza del governo societario, delle sue finalità nonché del funzionamento equilibrato degli organismi preposti alla gestione delle imprese quale meccanismo in grado di aumentarne l'efficienza, volto alla riduzione dei costi di agenzia e a contrastare i possibili fallimenti del mercato (Coase, 1937; Jensen e Meckling 1976; Shleifer e Vishny 1995, 1997 a) ; b)).

Numerosi studi affermano, infatti, come i meccanismi di *corporate governance* siano essenziali per garantire il corretto funzionamento di un'impresa ed il continuo flusso di capitali dai risparmiatori al mercato finanziario rappresentando, da tale punto di vista, uno strumento di garanzia per gli investitori (Monks e Minow, 2008). Tali considerazioni suggeriscono una certa attenzione e senso critico nel valutare e ponderare i meccanismi di governo societario (Horwath 2002). Sebbene molti studi empirici in giro per il mondo abbiano indagato i legami tra i diversi sistemi di *governance* e le performance aziendali (Baysinger e Butler 1985; Bhagat e Black 1999; Hermalin e Weisbach 1988), i risultati delle evidenze empiriche si mostrano ancora troppo incerti. Inoltre, da un punto di vista

³ Si ricordino alcuni rilevanti episodi quali, Enron e Parmalat. Tali scandali sono stati ampiamente trattati in numerosi studi (Bellavite Pellegrini, Pellegrini 2005; Coffee, 2002).

teorico, si rilevano pochi studi che considerano criteri endogeni in tema di struttura degli organi nell'orientare sistemi di governance societaria ottimali (Hermalin e Weisbach 2003; Warther 1998). In particolare, alcuni studi recenti in tema di struttura del sistema di governance aziendale e degli organi societari ad esso preposti documentano come la presenza di Consigli di amministrazione e organi di grandi dimensioni⁴ possano potenzialmente presentare problemi di trasparenza e problemi di agenzia, con effetti negativi sulle performance aziendali (Cheng, 2008).

Nel contesto europeo molteplici sono gli studi che, con diverse ottiche, affrontano tale tema, indagando come l'adozione dei sistemi di governance possa influenzare le performance d'impresa.

In particolare, Weir e Laing e McKnight (2002), analizzando il contesto anglosassone di 312 società quotate nel periodo compreso tra il 1994 ed il 1996, affrontano i problemi sollevati dalla separazione tra proprietà e controllo rilevando come alcuni meccanismi di monitoraggio prescritti nei Codici di Corporate Governance⁵, influiscano sulla performance dell'impresa. Lo studio, focalizzandosi sulla struttura dell'*audit committee*⁶ e sulle conseguenze di tale composizione in termini di performance aziendale, sembra però dimostrare l'esistenza di una debole relazione tra i meccanismi interni di governance e la performance dell'impresa stessa⁷. Drobetz, Shillofer e Zimmermann (2004) si concentrano sulla Germania degli anni 1998-2002 e indagano la relazione esistente tra livello di corporate governance e performance nelle società quotate tedesche⁸. Muovendo dall'idea condivisa che la teoria dell'agenzia rappresenti il punto di partenza naturale e condiviso in tema di corporate governance⁹, indagano se le differenze esistenti nella corporate governance delle singole imprese siano significative nello spiegare i rendimenti azionari delle stesse.

⁴ Con tale definizione si intende gli organi con un largo numero di componenti.

⁵ Come, ad esempio, il Cadbury Committe Report.

⁶ Il cui primo obiettivo dovrebbe essere quello di monitorare il rischio dell'impresa stessa.

⁷ In linea con l'idea di un meccanismo di controllo, gli autori rilevano inoltre come l'intensità dei *take over* sia, contrariamente alle attese, negativamente correlata alla performance, elemento che suggerisce come i meccanismi per il controllo esterno risultino maggiormente efficaci rispetto a quelli interni, rivelando quindi una funzione di governance del mercato per il controllo societario.

⁸ In termini di market to book ratio.

⁹ E' noto infatti, come nel mondo reale, i rendimenti attesi delle azioni non siano determinati solamente dalla loro covarianza con il rendimento del portafoglio di mercato (come prevede il Capital Asset Pricing Model), ma anche dalla presenza dei costi di agenzia e, di conseguenza, dai meccanismi di governance finalizzati ad attenuarli.

Jungmann (2006) analizza invece il contesto tedesco e britannico in una prospettiva comparativa¹⁰. Lo studio, volto a verificare l'efficacia dei due modelli di governance alternativi su un campione di società per azioni quotate a Francoforte e a Londra nel periodo 1994-2003, rileva come entrambi i sistemi costituiscano efficaci meccanismi di controllo, sebbene non sia possibile individuare quale sia il “*first best*” tra i due modelli. Tale evidenza trova la sua ragione nell'esistenza di una *path dependence* dei diversi Paesi, dettata da proprie radici storiche, sociali e culturali¹¹.

Lo studio di Miller-Reyes e Zao (2010) infine analizza tali relazioni prendendo in considerazione il contesto francese di 174 società industriali quotate nel periodo compreso tra il 2000 ed il 2004. Gli autori indagano se la possibilità di scelta tra i due sistemi di governance alternativi possa influenzare l'operatività dell'impresa e le sue performance finanziarie. Tale indagine si espone alle seguenti considerazioni: da un lato, l'introduzione nel sistema legislativo francese della scelta tra sistema di governance monistico e dualistico sembra fornire un chiaro segnale positivo della volontà di implementare i meccanismi di governance societaria, fornendo strumenti d'azione ulteriori. Dall'altro lato però sembra emergere un utilizzo del sistema dualistico, e quindi di una struttura maggiormente articolata, al fine di trarne vantaggi particolaristici.

Come è stato esposto in questa sede, la maggior parte degli studi in materia si è focalizzata sull'universo delle società quotate, analizzando la relazione tra grado di sviluppo della corporate governance e performance dell'impresa, mentre sull'universo delle società non quotate non sono stati riscontrati rilevanti lavori di ricerca aventi ad oggetto l'approfondimento dei diversi sistemi di governance. Inoltre, ciò che risulta dalle evidenze presenti nella letteratura in materia, è come gli studi e le evidenze empiriche riscontrate non conducano a risultati certi ed univoci. Ciò può essere dovuto al fatto che si tratti di un ambito di studio relativamente recente, sottoposto a un'evoluzione continua, a causa del cambiamento e

¹⁰ Germania e Regno Unito rappresentano, infatti, i paradigmi dei sistemi in cui il controllo dell'operato dei managers nelle società per azioni è, rispettivamente, nelle mani di un Consiglio di Sorveglianza (sistema di governance dualistico) o di un comitato interno allo stesso *board* (sistema di governance monistico).

¹¹ Risulterebbe, quindi, una strategia efficiente, anziché forzare una convergenza ad un unico modello, trovare il modo di rendere ciascun sistema ottimale, nel rispetto dei vincoli culturali, legali e storici propri del Paese in cui tale sistema si è sviluppato. I risultati empirici a cui gli autori giungono dimostrano inoltre l'esistenza di una relazione negativa tra performance azionaria e tasso di sostituzione del *board* in entrambi i Paesi ed una struttura dei board dimensionalmente differente (maggiore per la Germania).

dell'innovazione dei sistemi legislativi che ne rappresentano il fulcro e che sono peculiari dei diversi Paesi. E' pertanto difficile riscontrare la presenza di una "linea guida" che dia un giudizio univoco sulla bontà ed efficacia dei meccanismi di corporate governance.

Considerando il contesto italiano, vi è stato negli ultimi anni un crescente interesse alla scelta di differenti sistemi di governance (Ghezzi 2003; Ventoruzzo 2005; Bellavite Pellegrini, Pellegrini, Sironi 2010) sebbene non sia ancora possibile identificare quale sistema sia il migliore e come tale scelta sia legata alla performance d'impresa. Tale dibattito potrebbe essere dovuto alla mancanza di criteri generalmente accettati in merito all'identificazione delle opportune modalità di misurazione dell'adeguatezza, efficienza ed efficacia dei sistemi di corporate governance alternativi. Inoltre, l'incompletezza della regolamentazione del sistema di tipo monistico e dei modelli a due livelli e l'incertezza circa il funzionamento di modelli sostanzialmente nuovi, rende il quadro molto articolato (Ghezzi e Malberti 2008, Bellavite Pellegrini, 2009).

3. Ipotesi ed obiettivi di ricerca

In ambito nazionale, l'introduzione della Riforma del diritto societario, risalente al 2003, attraverso l'articolo 2380, ha previsto la possibilità, in capo alle società di capitali, di adottare modelli di governance alternativi mutuati da esperienze straniere: il modello monistico ed il modello dualistico.

Il presente lavoro intende indagare, dopo quattro anni dall'introduzione della riforma del diritto societario nell'ordinamento italiano, e nel mezzo dell'attuale crisi economica recente, propagatasi a partire dall'estate del 2007, l'effettivo ricorso da parte delle società per azioni non quotate a sistemi di governance alternativi, focalizzando l'attenzione sul tema dei costi associati ai diversi organi societari che li compongono. L'evidenza riscontrata in diversi studi in letteratura in paesi europei sottolinea peculiarità che meritano attenzione e confronto anche nel contesto nazionale. Inoltre le specificità insite per propria natura nel contesto italiano, rendono oltremodo interessante una verifica in tal senso.

In particolare il presente lavoro intende indagare l'universo delle società italiane attive¹² non quotate che, al 31 dicembre 2008, hanno adottato un

¹² Tale precisazione trova ragione nella successiva trattazione del campione di riferimento, oggetto di considerazione nel sottoparagrafo 4.1 e al quale si rinvia.

sistema alternativo di governance a quello tradizionale. Tale indagine empirica è volta in primo luogo a delineare una mappatura di quale sia stato il successo di tale innovazione a distanza di quattro anni dalla sua introduzione, con un' enfasi particolare dedicata ai costi di tali sistemi e al possibile ruolo degli stessi nel determinare la propensione delle società per azioni italiane non quotate per l'adozione di uno dei tre sistemi. In secondo luogo si propone un confronto con un campione di società italiane attive non quotate che, alla stessa data del 31 dicembre 2008, abbiano invece mantenuto o adottato un sistema di tipo tradizionale. In altre parole si vuole tentare di indagare se i costi dei diversi sistemi di governance possano rappresentare una buona *proxy* quale determinante della scelta per l'uno o per l'altro sistema.

Dopo aver presentato alcune delle principali statistiche descrittive relative ai dati di bilancio del 2008, si propone un'analisi statistica volta a verificare, attraverso l'ausilio di un modello di regressione lineare multipla, se l'adozione di un sistema di governance alternativo, in particolare il sistema monistico, possa essere in grado di determinare una riduzione del costo complessivo degli organi societari. L'implementazione del modello empirico avente ad oggetto i costi dei diversi modelli di governance societaria evidenzia una significativa differenza tra i diversi sistemi, anche in termini di costi complessivi del sistema di amministrazione e controllo implementato.

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

L'indagine empirica ha ad oggetto tutte le società per azioni attive¹³ in Italia non quotate¹⁴ che, alla data del 31 dicembre 2008, avessero adottato un sistema di governance alternativo al modello tradizionale. Tali dati sono stati estratti dall' "archivio storico" del sistema informativo della Camera di

¹³ La Camera di Commercio classifica le società iscritte presso i propri registri nel seguente modo: attive, inattive, liquidate, sospese e fallite. L'universo di tali imprese costituisce l'insieme delle società non cessate iscritte nel registro imprese. Al fine del presente lavoro si è ritenuto opportuno considerare solo l'insieme delle società per azioni attive.

¹⁴ La decisione di non considerare i soggetti giuridici quotati caratterizzati da un sistema di governance alternativo risiede nell'esigua numerosità delle stesse e nella diversa caratterizzazione di tali soggetti, che avrebbe distorto la significatività statistica delle evidenze empiriche rilevate.

Commercio, che prende il nome di Stock View¹⁵. Al fine di verificare l'esistenza di possibili differenze sia qualitative sia quantitative tra società che hanno optato per un sistema di tipo alternativo e società che evidenziano un sistema di tipo tradizionale è stato creato un campione di controllo di 500 società, estratto dall'universo delle società per azioni attive che invece avessero mantenuto o adottato un sistema di governance tradizionale. Tale campione, elaborato attraverso l'utilizzo della banca dati Aida¹⁶, è stato estratto dall'universo delle 34.440 società per azioni attive italiane con sistema di tipo tradizionale¹⁷, attraverso un campionamento di tipo casuale che rappresentasse le proporzionalità dell'intero campione, sia da un punto di vista geografico (ripartizione geografica), sia dimensionale (in relazione al totale valore della produzione). Il campione complessivo si compone di 776 società per azioni attive non quotate con sede legale in Italia che alla data del 31 dicembre 2008 avessero optato per un modello alternativo o un modello tradizionale. Tale campione risulta così articolato:

Tabella 1. Descrizione della numerosità del campione complessivo

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

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

¹⁵ Tutti i dati riportati e utilizzati nell'indagine empirica che si intende proporre, sono stati ottenuti attraverso l'analisi dei fascicoli di bilancio e dei documenti ufficiali concernenti i verbali di assemblea ordinaria e straordinaria, ed eventuali modifiche statutarie intercorse durante l'anno di riferimento.

¹⁶ La scelta di tale banca dati risiede nell'eccessiva onerosità dell'estrazione attraverso l'archivio della Camera di Commercio. In tale banca dati trovano comunque collocazione tutte le società italiane iscritte alla Camera di Commercio, corredate da tutti i fascicoli di bilancio depositati presso le relative Camere di Commercio.

¹⁷ La presenza di una numerosità rilevante di società per azioni che alla data di riferimento avesse mantenuto un sistema di governance di tipo tradizionale, rispetto alla numerosità delle società che invece hanno optato per un sistema di governance alternativo, ha reso necessario un campionamento delle stesse. Tale campionamento trova la sua ragione nella necessità di poter disporre di una numerosità ragionevolmente adeguata ad un confronto empirico tra i diversi sistemi.

La tabella 1 evidenzia come delle 276 società per azioni italiane attive non quotate caratterizzate da un sistema di tipo alternativo, la maggior parte di esse, con una quota pari a circa il 53,3% abbia optato per l'adozione di un modello di tipo monistico, mentre il 46,7% circa evidenzia un sistema di tipo duale. Dalle evidenze appena riportate, in relazione alla totalità di società con un sistema di governance alternativo, sembra dunque emergere una leggera preferenza per il sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico¹⁸. Complessivamente, a quattro anni di distanza dall'introduzione della Riforma, e in accordo a quanto rilevato in altri studi su periodi precedenti, si può dire che il fenomeno delle società che hanno adottato sistemi alternativi di amministrazione e controllo rimane un evento marginale, non avendo mai superato l'1% sul totale delle società per azioni attive (Bellavite Pellegrini, 2006 e 2009). Se si osserva tale numerosità in relazione al numero delle società per azioni non quotate attive in Italia, tale incidenza rappresenta infatti lo 0,80% (Bellavite Pellegrini, 2009). Tra le motivazioni che possano aiutare a spiegare tali evidenze trovano ragione alcuni elementi: in primo luogo la possibile scarsa propensione al cambiamento che caratterizza le imprese italiane, in particolare non quotate, e secondariamente la possibile influenza dei costi legati ai diversi sistemi, oggetto di approfondimento nel presente studio. Nonostante il marginale ricorso a tali sistemi, alcune importanti istituzioni finanziarie quotate vi hanno però fatto ricorso, destando l'interesse della dottrina anche sull'universo delle non quotate, oggetto di osservazione di più difficile interpretazione. In tale ottica muove questo studio, che intende in primo luogo focalizzarsi su alcune delle principali statistiche descrittive del campione in oggetto, per poi dedicarsi ad una più puntuale verifica empirica in termini di costi del controllo e dei diversi sistemi di governance nelle società per azioni italiane non quotate.

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

¹⁸ Sebbene alcuni esempi illustri dell'utilizzo di sistemi di governance alternativi propendano per l'adozione di sistemi di tipo dualistico, quali ad esempio quelli di alcune importanti istituzioni finanziarie quotate.

Si espongono in questa sede alcune statistiche descrittive delle principali grandezze di carattere economico, reddituale, patrimoniale, nonché di struttura proprietaria e finanziaria¹⁹ dei diversi campioni oggetto di analisi.

La trattazione di tali indicatori risulta essere prodromica alla comprensione del fenomeno in oggetto nonché all'analisi empirica di tipo statistico che sarà oggetto del paragrafo cinque.

*Tabella 2. Statistiche descrittive del campione (dati in Euro).
Voci di Stato Patrimoniale, Conto Economico e numero dipendenti.*

		Sistema di governance tradizionale	Sistema di governance monistico	Sistema di governance dualistico	Sistemi di governance alternativi (dati aggregati)	Intero Campione
Valore della Produzione	Media	29.344.996	23.261.364	30.687.401	26.732.229	28.415.713
	Mediana	8.595.310	7.919.098	3.422.104	6.136.274	7.982.216
Utile d'esercizio	Media	271.513	4.049.672	-3.996.873	288.787	277.657
	Mediana	45.483	51.773	3.472	28.229	42.378
Patrimonio Netto	Media	13.628.769	12.915.885	34.255.608	22.889.886	16.922.671
	Mediana	3.681.669	3.808.612	3.104.419	3.397.443	3.610.210
Totale Attivo	Media	42.317.548	28.245.733	81.342.367	53.062.638	46.139.255
	Mediana	11.584.440	11.638.371	11.480.419	11.582.989	11.582.989
Totale Debiti	Media	22.688.340	14.134.899	27.543.638	20.402.027	21.875.167
	Mediana	5.708.481	6.333.508	6.038.503	6.090.255	5.965.330
Numero dipendenti	Media	109	62	183	71	96
	Mediana	29	26	23	23	27

Fonte: elaborazioni dai bilanci d'esercizio

¹⁹ Tali indici sono stati ottenuti attraverso l'analisi e la rielaborazione dei fascicoli di bilancio e dei verbali di assemblea.

I valori mediani²⁰ delle variabili di *size* sembrano rivelare una maggiore dimensione delle società caratterizzate da un sistema di governance di tipo tradizionale rispetto alle società caratterizzate da un sistema di amministrazione e controllo di tipo alternativo. Tale evidenza emerge in modo significativo in termini di valore della produzione ed utile di esercizio, mentre in termini di patrimonio netto e di totale attivo le differenze risultano essere marginali.

Se si pongono a confronto i due diversi sistemi di governance alternativi si evince in modo ancora più marcato come sia il sistema di tipo dualistico a determinare le maggiori differenze dimensionali, con evidenze in termini di valore della produzione, utile di esercizio e numero di dipendenti decisamente inferiori alle società con sistema monistico e ancora più decise se poste in relazione alle società caratterizzate da un sistema di tipo tradizionale. Le evidenze appena riscontrate confermano quanto rilevato in Bellavite Pellegrini (2009) su dati al 2006, sottolineando come la crisi possa aver per certi versi amplificato alcune tendenze già in atto in periodi precedenti. Tale evidenza induce a ritenere come, in termini mediani, le società dualistiche siano in realtà le più piccole del campione da un punto di vista dimensionale.

Osservando però i dati medi di alcuni indicatori, quali il totale attivo, il totale debiti e il numero dei dipendenti, si rileva come sia il sistema di governance di tipo monistico a evidenziare una minore dimensione rispetto al modello tradizionale e al modello dualistico. In un quadro piuttosto articolato e dalle evidenze spesso ancora incerte, sembra quindi, delinearsi l'idea che il sistema monistico, caratterizzato da una struttura più snella dovuta alla presenza di un solo organo che accentra al suo interno le funzioni di controllo oltre a quelle di gestione, sia preferito da società dimensionalmente più piccole, mentre le società di maggiori dimensioni prediligano l'adozione di sistemi più articolati quali il modello tradizionale ed il dualistico.

Tabella 3. Statistiche descrittive del campione.
Indici di redditività, struttura finanziaria e proprietaria.

	Sistema di governance tradizionale	<i>Sistema di governance monistico</i>	<i>Sistema di governance dualistico</i>	Sistemi di governance alternativi (dati aggregati)	Intero Campione
--	---	--	---	---	------------------------

²⁰ La scelta di osservare i valori mediani anziché medi è dettata dalla volontà di non enfatizzare troppo la varianza delle osservazioni.

ROE ²¹	Media	-2,90%	-49,40%	-12,90%	-32,34%	-13,37%
	Mediana	1,77%	2,11%	0,93%	1,42%	1,62%
Leverage ²²	Media	55,72%	54,66%	53,10%	53,93%	55,09%
	Mediana	57,83%	59,62%	54,32%	56,96%	57,25%
Numero totale azionisti	Media	6	8	6	7	6
	Mediana	3	3	2	3	3
Possesso del primo azionista	Media	65,72%	66,27%	68,96%	67,26%	66,28%
	Mediana	61,50%	68,37%	78,53%	71,34%	65,33%
Possesso del secondo azionista	Media	17,83%	16,40%	13,19%	15,03%	16,82%
	Mediana	16,34%	11,73%	8,31%	10,45%	14,29%

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

L'analisi del ROE in termini mediani rivela una maggiore redditività in capo alle società caratterizzate da un sistema di tipo monistico (2,11%) seguito dalle società con sistema tradizionale (1,77%). Le società che hanno adottato un sistema di tipo duale sembrano essere invece caratterizzate da una minore redditività (0,93%). L'indice di Leverage mediano, *proxy* della struttura finanziaria delle società, sembra delineare un quadro caratterizzato da società con sistema di governance monistico maggiormente indebitate, seguite dalle società che hanno adottato un sistema di tipo tradizionale. Le società che hanno adottato un sistema di governance duale, infine, sembrano rivelare una struttura finanziaria caratterizzata da un minor peso del debito.

Le statistiche relative alla struttura proprietaria delle società evidenziano, inoltre, in linea generale, la presenza di strutture fortemente concentrate, tipiche del tessuto societario italiano²³, caratterizzate dalla presenza di pochi azionisti e da una percentuale di possesso mediano del

²¹ Il ROE (Return On Equity) è definito come rapporto tra utile netto e patrimonio netto.

²² L'indicatore di Leverage è dato dal rapporto tra il totale debiti e il totale dell'attivo.

²³ Questo contesto può in parte spiegare lo scarso ricorso a sistemi di governance alternativi poiché imprese caratterizzate da strutture proprietarie tendenzialmente concentrate, dove nella maggioranza dei casi un solo azionista detiene il controllo di diritto, tendono a manifestare una scarsa propensione al cambiamento e preferiscono mantenersi fedeli al modello di amministrazione e controllo di tipo tradizionale.

primo azionista piuttosto elevata, soprattutto nei sistemi di governance alternativi complessivamente considerati. In particolare i dati rivelano come, tra le alternative, siano però le società dotate di un sistema di governance monistico ad essere le più frammentate, con un valore mediano del numero di azionisti pari a 3 (vs 2 del sistema di tipo dualistico). Tali evidenze risultano confermate anche dall'analisi del possesso mediano del primo azionista nei due rispettivi campioni di alternative (68,37% vs 78,53%), differendo in tal senso dalle evidenze empiriche rilevate in precedenti lavori (Bellavite Pellegrini, 2006; 2009). La crisi sembra possa avere per certi aspetti contribuito a determinare un'inversione del trend 2004-2006. La tabella 4 mostra la composizione media e mediana dei diversi organi di governance societaria, in relazione ai diversi sistemi oggetto di analisi.

Tabella 4. Analisi della Composizione degli organi societari dei diversi campioni – numerosità di soggetti

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

Fonte: elaborazioni dai bilanci d'esercizio

Come è intuitivo pensare, i dati in tema di composizione degli organi di amministrazione e controllo societari rivelano una numerosità, sia media, sia mediana, inferiore per quanto riguarda il sistema di tipo monistico rispetto a quello tradizionale e a quello dualistico. In particolare,

osservando lo specifico organo di controllo, le evidenze empiriche mostrano un maggior numero medio di componenti per quanto riguarda il Consiglio di Sorveglianza delle società con sistema dualistico e il Collegio Sindacale delle società con sistema tradizionale, rispetto alla composizione del Comitato per il controllo sulla gestione, organo investito delle funzioni di controllo nel sistema monistico²⁴. Si presentano ora alcune evidenze in tema di costi degli organi dei diversi sistemi di amministrazione e controllo societari. Tali evidenze rivestono grande rilevanza alla luce dell'indagine empirica oggetto del paragrafo cinque.

Tabella 5. Analisi dei compensi degli organi societari dei diversi campioni (€)

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

Fonte: elaborazioni dai bilanci d'esercizio

Le evidenze empiriche sottolineano un maggior costo mediano in capo al Consiglio di amministrazione del sistema di tipo tradizionale (116.113 euro), mentre l'organo di gestione meno costoso sembra essere il Consiglio

²⁴ Va precisato che, seppur accomunati da una funzione di controllo, la legge attribuisce ai tre organi dei diversi sistemi di governance (Collegio Sindacale nel sistema tradizionale, Consiglio di Sorveglianza nel dualistico e Comitato per il controllo sulla gestione nel monistico) funzioni e compiti diversi in relazione alla diversa struttura di ciascun sistema, con l'obiettivo comune di determinare un sistema efficace dal punto di vista dei controlli in grado di minimizzare i conflitti di agenzia che possono instaurarsi all'interno dell'impresa.

del sistema monistico (63.988 euro in termini mediani)²⁵. Tali risultanze in termini di dimensione dei costi risultano confermate anche per quanto riguarda l'organo investito di funzioni di controllo, ove ancora una volta sembra essere il Comitato per il controllo del sistema monistico il meno costoso. Se si osservano i compensi complessivi dei rispettivi sistemi di governance, le evidenze sembrano suggerire un risparmio di costi per il sistema di tipo monistico (pari a 105.976 euro in termini mediani) e costi maggiori per i sistemi di tipo dualistico e tradizionale, dalle dimensioni piuttosto simili (154.259 euro in termini mediani per il sistema dualistico e 142.121 euro in termini mediani per il sistema tradizionale).

Il "totale compensi organi societari" costituisce una grandezza di fondamentale importanza al fine del presente studio, volto a verificare l'esistenza, *ceteris paribus*, di un possibile risparmio di costi associato all'utilizzo di un modello di amministrazione e controllo alternativo rispetto al sistema di governance tradizionale. L'analisi che segue intende, infatti, valutare se l'evidenza di diverse strutture di costo relative ai differenti sistemi attuabili possa essere in concreto una buona *proxy* che possa spingere le società verso l'adozione di uno specifico sistema di governance.

5. I risultati dell'analisi di regressione

Nell'analisi statistica sono stati utilizzati due diversi modelli di regressione lineare multipla, caratterizzati dalle medesime variabili esplicative e dalla stessa variabile dipendente, ma che si differenziano per la diversa tipologia di dati utilizzati. Nel primo modello viene infatti posta l'enfasi sul confronto tra sistema di amministrazione e controllo tradizionale e sistema monistico mentre il secondo modello pone a confronto il sistema di governance tradizionale con il sistema dualistico. I due modelli di regressione stimati si articolano come segue:

$$\text{tot. compensi org. societari} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{sistema alternativo} + \beta_2 \cdot \ln(\text{tot. valore della produzione}) + \beta_3 \cdot \ln(\text{tot. attivo}) + \beta_4 \cdot \text{numero soci tot.} + \beta_5 \cdot \text{direzione e coordinamento} + \beta_6 \cdot \text{num. totali membri org. soc.} + \varepsilon$$

²⁵ Il sistema di amministrazione e controllo dualistico presenta invece dei compensi per l'organo di gestione simili a quelli rilevati per il sistema di tipo tradizionale.

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

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

La scelta di porre l’attenzione sul sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico quale quello potenzialmente in grado di garantire un risparmio di costi deriva, oltre che dalle statistiche descrittive analizzate, dagli spunti presenti in letteratura:

Tabella 6. Analisi di regressione dei compensi degli organi societari

<i>Variabili</i>	<i>Modello 1 (Sistema monistico vs tradizionale)</i>	<i>Modello 2 (Sistema dualistico vs tradizionale)</i>
Sistema monistico	-66.170,83** (27840,41)	-
Sistema dualistico	-	6.029,84 (36453,55)
Totale valore della produzione ¹⁰	22.097,82** (8793,942)	22.281,86** (9723,366)
Totale attivo ¹⁰	43.242,49*** (13200,84)	41.811,86*** (11731,3)
Numero soci totali	-1.542,19*** (391,8327)	-2.068,99*** (663,7256)
Società soggetta a direzione e coordinamento	-90.720,17*** (23088,1)	-90.316,45*** (25440,87)
Numero totali membri organi societari	31.418,18*** (8256,768)	37.629,74*** (10406,17)

<i>Numero di osservazioni</i>	424	401
R^2	0,2130	0,2456
<i>Prob > F</i>	0,0000	0,0000

*** p-value<0.01; ** p-value<0.05; p-value<0.1

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

Il secondo modello proposto, che pone a confronto il sistema dualistico ed il sistema tradizionale, integra invece in modo decisivo le indicazioni date dalle analisi descrittive. Come si evince dal modello, in accordo alle evidenze dei dati medi e mediani, il sistema dualistico presenta un costo medio più elevato, anche se l'apporto dell'analisi di regressione rileva una differenza non significativa. Un'analisi aggregata del contributo delle variabili di controllo evidenzia una correlazione positiva tra tutti gli indicatori di *size* ed i costi degli organi di governance societari, che in generale sottolineano un maggior numero di membri per le imprese di dimensioni maggiori che devono in genere svolgere mansioni più gravose. Elemento di indubbio interesse è come le società con un numero di soci maggiore abbiano costi minori degli organi. Tale evidenza potrebbe essere dovuta ad un maggiore controllo di un azionariato meno concentrato sull'operato degli organi di gestione, anche se maggiori considerazioni in merito potrebbero essere spese solo considerando le quote di partecipazione dei principali azionisti. Si deve infine dare rilievo al fatto che le società soggette a direzione e coordinamento costino in media di meno, in quanto,

ragionevolmente, alcune delle funzioni di controllo potrebbero essere demandate agli organi della controllante.

6. Aspetti conclusivi e agenda di possibili lavori

Il presente articolo ha indagato la relazione fra la scelta di un sistema di governance societario e costi degli organi relativi. Il tema dei costi degli organi di amministrazione e controllo societari si inserisce nel contesto della relazione fra governance societaria e performance d'impresa. La presenza di organi poco costosi ed allo stesso tempo efficienti costituisce elemento di valore per le società che adottano un determinato sistema. La scelta di un sistema tuttavia può essere condizionata non solo da scelte di economicità, ma anche dalla struttura patrimoniale dell'impresa, dalle sue dimensioni e dalla struttura proprietaria. In definitiva, la scelta di un sistema di governance dipende da molti fattori e tali fattori condizionano anche la sua implementazione e le performance complessive d'impresa. L'analisi svolta prende in considerazione alcune delle variabili che possono incidere sia sulla scelta del sistema di governance più appropriato sia sulla sua implementazione in termini di costi. Utilizzando dati di bilancio al 2008 sono stati confrontati i costi complessivi dei diversi sistemi di governance alternativi introdotti dalla riforma del 2003 – rappresentati dai compensi totali (medi e mediani) dei diversi organi – con il sistema tradizionale che permane anche dopo la riforma.

I risultati confermano l'ipotesi che il sistema monistico, che utilizza un unico organo di gestione e controllo, costi meno, confermando la sua maggiore agilità e flessibilità (Ghezzi e Malberti, 2008) seppur in un contesto nel quale è stato selezionato solo da un numero ridotto di società (Bellavite Pellegrini, 2009). Proprio questo dato emerge con grande stupore ponendo quesiti e riflessioni sulle motivazioni di tali evidenze. Sarebbe interessante, infatti, approfondire le ragioni per cui un sistema che si presenta come duttile, poco costoso e flessibile non abbia comunque ottenuto il gradimento che sarebbe atteso da una semplice analisi di costi e benefici. L'analisi è proseguita con un confronto fra sistema dualistico e tradizionale, sempre nell'ambito di una tiepida adesione al sistema alternativo da parte delle società iscritte nel Registro delle imprese. L'analisi svolta porta a non considerare significative le differenze fra i costi del sistema dualistico e tradizionale.

7. Bibliografia

Baysinger, B. D. & Butler, H. (1985). Corporate governance and the boards of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organisations*, 1, 101–124.

Bellavite Pellegrini, C. (2006). La riforma del diritto societario: alcune prime evidenze empiriche. La riforma del diritto societario: approfondimenti ed esperienze, Osservatorio sulla Riforma del Diritto Societario della Camera di Commercio di Milano (pp. 25–62). Milano: Il Sole 24 Ore.

Bellavite Pellegrini, C. (2009). Evoluzione e dinamica quantitativa delle diverse forma giuridiche di soggetti economici in Italia. Osservatorio sulla Riforma del Diritto Societario della Camera di Commercio di Milano e del Sole 24 Ore.

Bellavite Pellegrini, C., Pellegrini, L., & Sironi, E. (2010). Why do Italian joint stock companies adopt one or two tier board? *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 1, 3–25.

Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54, 921–963.

Cheng, S., 2008, Board Size and the Variability of Corporate Performance, *Journal of Financial Economics*, 87, 157-176.

Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405.

Coffee, J. C. (1999). The future as history: The prospects for global corporate convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93, 631–707.

Drobertz, W., Schillhofer, A., and Zimmerman, H. (2004) Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany, *European Financial Management*, 10: 267-293

Ghezzi, F., & Malberti, C. (2008). Corporate law reforms in Europe: The two-tier model and the one-tier model of corporate governance in the Italian reform of corporate law. *European Company and Financial Law Review*, 5(1), 1–47.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics*, 19, 589–606.

Horwath Pty Ltd. (2002). *Horwath 2002 corporate governance report*. University of Newcastle.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems. *European Company and Financial Law Review*, 3, 426–474.

Krugman, P. (2008). *The return of depression economics and the crisis of 2008*. New York: W.W. Norton & Company.

Miller-Reyes, B., & Zao, R. (2010). A comparison between one-tier and two-tier board structures in France. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(3), 279-310.

Monks, R. A. G., & Minow, N. (2008). *Corporate governance*. Chichester: John Wiley & Sons.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1995). The limits of arbitrage. NBER Working Paper.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997 (a)). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997 (b)). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52(1), 35–55.

Ventoruzzo, M. (2005). Experiments in comparative corporate law: The recent Italian reform and the dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition. *Texas International Law Journal*, 40(1), 113–140.

Weir C. D, Laing D. L. and McKnight P. J. (2002) Internal and External Government Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (5&6), 579-611.