

## 6. I risultati dell'analisi

### 6.1 Analisi descrittiva

Si presenta di seguito l'analisi descrittiva sulle modalità di adozione e di implementazione della BE e sulla relazione tra BE e struttura proprietaria.

#### 6.1.1 Le caratteristiche del campione esaminato

Come emerge dalla tab. 5 le imprese italiane si caratterizzano per una concentrazione proprietaria medio/alta, in media l'indice HHI pari a 2.833 con un valore massimo vicino a 10.000, valore che l'indice assume quando le azioni sono possedute da un solo soggetto.

Tab. 5 – statistica descrittiva del campione

Settore		Variabili analisi					
		OWN	NOSH	LTA	HHI	BS	AI
<b>P&amp;G</b>	Media	61.50	3.61	15.47	2577	9.11	0.50
	Min	30.30	2	12.27	711	6	0.2
	max	75.30	5	18.74	4055	12	0.78
<b>C&amp;MP</b>	Media	68.05	4.77	13.36	3030	9	0.39
	Min	50.59	2	12.07	2116	7	0.14
	max	91.92	7	14.46	3914	13	0.60
<b>IND</b>	Media	64.85	3.86	13.41	3128	9.99	0.38
	Min	14.68	1	9.14	56	5	0.00
	max	93.28	10	20.23	5885	20	0.73
<b>BDC</b>	Media	67.63	3.80	13.15	3145	8.86	0.39
	Min	36.48	1	9.45	660	4	0.20
	Max	87.12	9	20.50	6943	20	0.71
<b>SAL</b>	Media	57.67	5.81	12.54	1716	9.62	0.45
	Min	39.71	4	10.15	503	5	0.25
	Max	73.85	7	14.04	3803	15	0.71
<b>SAC</b>	Media	62.25	4.11	13.23	3402	10.39	0.45
	Min	2.20	1	10.84	5	5	0.13
	Max	85.26	15	15.80	6170	21	0.93
<b>TEL</b>	Media	58.44	4	13.89	1021	9.78	0.38
	Min	32.41	1	11.35	361	7	0.22
	Max	77.71	5	18.22	2075	13	0.60
<b>SPU</b>	Media	61.99	3.96	14.67	2465	10.36	0.54
	Min	31.24	1	11.33	404	4	0.23
	Max	99.48	11	19.17	9897	21	0.86
<b>TEC</b>	Media	50.71	4.02	12.01	1540	7.91	0.42
	Min	11.28	1	9.56	63	3	0.14
	Max	75.51	10	18.73	4820	14	0.86
<b>TOT</b>	Media	63.42	4	13.36	2833	9.56	0.42
	Min	2.195	1	9.14	5	3	0
	Max	99.48	15	20.50	9897	21	0.93

Il problema dell'elevata concentrazione proprietaria si osserva in tutti i settori ad eccezione del settore delle Telecomunicazioni. Tali considerazioni sono confermate anche dall'analisi della variabile OWN. La percentuale di azioni possedute dai primi 5 principali azionisti (OWN) è, infatti, mediamente del 63,42% per raggiungere il valore massimo del 99,48%. Il numero di azionisti che possiede un pacchetto azionario pari o superiore al 2% (NOSH) è mediamente di quattro. In media i CdA esaminati contano circa 10 amministratori (BS) di cui il 42% in qualità di amministratori non esecutivi e indipendenti (AI).

I CdA italiani che nel 2013 non adottano la BE sono circa il 22%, registrando un miglioramento rispetto al 2011 quando a non adottare la BE era il 27% delle imprese del campione. Esse, nel rispetto del principio *comply or explain*, motivano la scelta esprimendo dubbi sull'adozione dello strumento che vanno dalle perplessità sulla formulazione di un giudizio negativo a seguito di una autovalutazione alla poca utilità rispetto al contesto aziendale (Tav. 6).

*Tab. 6 - Alcuni esempi di motivazioni relative alla non adozione della BE*

*Il Consiglio di Amministrazione non ha effettuato la valutazione sulla dimensione, composizione e funzionamento del Consiglio di Amministrazione stesso e dei suoi comitati e non ha espresso orientamenti sulle figure professionali la cui presenza in Consiglio di Amministrazione possa essere opportuna, ... Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che tali valutazioni non abbiano sul piano della loro concreta applicazione un'apprezzabile utilità. Risulta infatti assai improbabile che gli stessi autori dell'autovalutazione emettano giudizi negativi sul funzionamento del consiglio stesso ovvero facciano emergere la opportunità di introdurre nuove figure professionali salvo ammettere implicitamente che i consiglieri in carica non dispongono di tutti i requisiti necessari per lo svolgimento dell'incarico. Parimenti, il Consiglio di Amministrazione non ritiene di affidare l'incarico della autovalutazione a società di consulenza, non risolvendosi certo in tal modo l'esigenza di un giudizio terzo e indipendente, ma generandosi invece un costo certo per la Società.*

Relazione governance Davide Campari, 2013

*Il Consiglio di Amministrazione, considerata l'attuale dimensione del Gruppo, ha ritenuto di non introdurre un sistema di valutazione della dimensione, composizione e funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dei suoi Comitati* Relazione governance KReenergy, 2013

Fonte: ns elaborazioni su relazioni governance società

Concentrando l'attenzione sulle organizzazioni che, invece, hanno scelto di conformarsi alla raccomandazione (Tab. 7), con riferimento al 2013, si evince che circa il 78% adotta la pratica e che i settori più attenti alla valutazione del CdA sono quelli del petrolio e gas (P&G) cui seguono le imprese operanti nel settore dei servizi pubblici (SPU) e delle tecnologie (TEC), entrambe con l'87% circa delle aziende del settore. Questi settori sembrano, pertanto, quelli più interessanti dal fenomeno dell'isomorfismo istituzionale a differenza delle imprese operanti nel settore delle Telecomunicazioni (TEL), solo il 33,3% delle imprese del settore adottano la BE, e della Chimica & Materie Prime (C&MP), il 66,67% delle imprese ad adottare la pratica della BE.

Tab. 7 - Società che adottano la BE

Settore	Campioni	Imprese che adottano la BE nel 2011			Imprese che adottano la BE nel 2012			Imprese che adottano la BE nel 2013		
		V.A.	V% rispetto al totale	V% rispetto al settore	V.A.	V% rispetto al totale	V% rispetto al settore	V.A.	V% rispetto al totale	V% rispetto al settore
P&G	18	6	3,80%	100,00%	6	3,80%	100,00%	6	3,80%	100,00%
C&MP	3	1	0,63%	33,33%	0	0,00%	0,00%	2	1,27%	66,67%
IND	108	34	21,52%	68,00%	37	23,42%	74,00%	37	23,42%	74,00%
BDC	84	27	17,09%	75,00%	29	18,35%	80,56%	28	17,72%	77,78%
SAL	15	5	3,16%	71,43%	5	3,16%	71,43%	5	3,16%	71,43%
SAC	54	18	11,39%	78,26%	18	11,39%	78,26%	18	11,39%	78,26%
TEL	4	1	0,63%	33,33%	2	1,27%	66,67%	1	0,63%	33,33%
SPU	35	12	7,59%	80,00%	10	6,33%	66,67%	13	8,23%	86,67%
TEC	36	11	6,96%	73,33%	12	7,59%	80,00%	13	8,23%	86,67%
Totale	357	115	72,78%	72,78%	119	75,32%	75,32%	123	77,85%	77,85%

Fonte: nostra rielaborazione

### 6.1.2 L'implementazione della BE

Il 45% delle imprese che adotta la BE (161 osservazioni su 357 nei tre anni di analisi) non fornisce informazioni sulle modalità di implementazione e nella relazione di governance si limitano, ponendo semplicemente il *tick in a box*, ad affermare che si è proceduto a valutare il CdA. Spesso tale analisi è mortificata dalla semplice analisi della composizione (esecutivi, non esecutivi e indipendenti) del CdA (Tab. 8). L'approccio "minimalista" alla BE che tali imprese manifestano porta a pensare che l'adozione della pratica sia concepita quale mero obbligo formale.

*Tab. 8 - Alcuni esempi di approcci minimalisti*

*Il Consiglio ha effettuato la valutazione annuale, ai sensi del Criterio applicativo I.C.1. lett. g) del Codice, ritenendo che la composizione ed il funzionamento dell'organo amministrativo siano adeguati rispetto alle esigenze gestionali ed organizzative della Società; tenuto anche conto della presenza, su un totale di 7 componenti, di 6 Amministratori non esecutivi, di cui 4 Amministratori non esecutivi indipendenti, i quali garantiscono altresì una idonea composizione dei Comitati costituiti all'interno del Consiglio.*

*Relazione di governance 2013, Yoox SpA*

*Il Consiglio dell'Emittente ha provveduto ad effettuare la valutazione annuale ... ritenendo che la composizione e il funzionamento dell'organo amministrativo siano adeguati rispetto alle esigenze gestionali e organizzative dell'Emittente, tenuto anche conto della presenza, su un totale di cinque componenti, di tre Amministratori non esecutivi, di cui due Amministratori non esecutivi indipendenti, i quali garantiscono altresì una idonea composizione dei Comitati costituiti all'interno del Consiglio.*

*Relazione assetti proprietari e di governance 2011, Ascopiave SpA*

*Fonte: ns elaborazioni su relazioni governance società*

Il restante 55% di imprese, invece, adotta la BE e fornisce informazioni sul modo in cui il processo è implementato.

Dall'analisi dei dati (Tab. 9) emerge che le imprese tendono a sottoporre a valutazione il CdA nella sua complessità (99,7% dei casi) e i Comitati (91% dei casi). Seguono poi le analisi sui singoli soggetti, in particolare l'amministratore indipendente (mediamente nel 26% circa dei casi), gli amministratori non esecutivi (mediamente nel 18% dei casi) e gli amministratori esecutivi (17% dei casi). Non analizzato nel triennio è il *lead independent director*.

Le imprese maggiormente orientate al mercato, come ad esempio quelle operanti nel settore dei beni di consumo, dei servizi di consumo e del petrolio e gas, tendono a sviluppare la BE considerando tutti i soggetti del CdA, tra cui l'amministratore delegato. Le imprese operanti, invece, nel settore SPU, utilizzano la BE come uno strumento per valutare gli amministratori indipendenti.

Tab. 9 – Oggetti e soggetti valutati

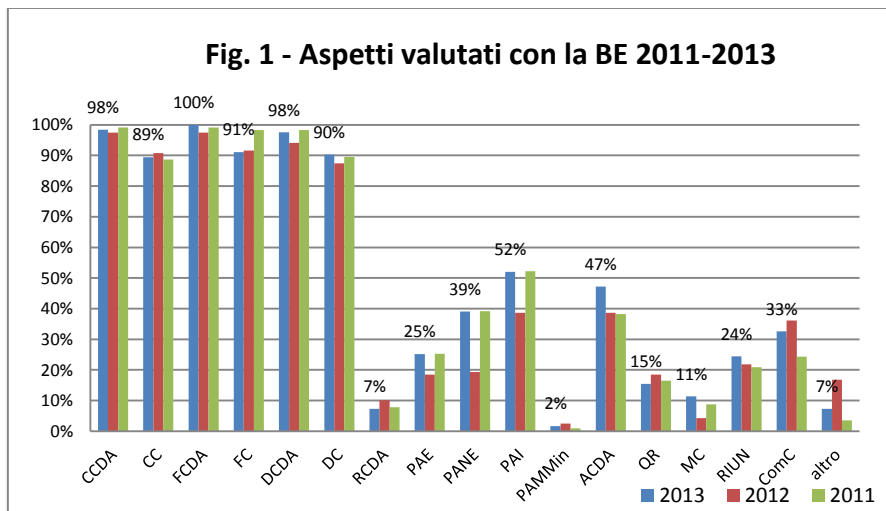
Settore	Oggetto/Soggetto valutato							
	BE	CDA	C	AE	ANE	AI	AD	P
P&G	18	100,0%	94,4%	38,9%	38,9%	44,4 %	33,3%	38,9%
C&MP	3	100,0%	100,0%	66,7%	33,3%	66,7 %	0,0%	0,0%
IND	108	100,0%	85,2%	38,9%	38,9%	48,1 %	1,9%	1,9%
BDC	84	100,0%	92,9%	8,3%	9,5%	17,9 %	2,4%	1,2%
SAL	15	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SAC	54	98,1%	92,6%	7,4%	9,3%	18,5 %	3,7%	1,9%
TEL	4	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SPU	35	100,0%	94,3%	0,0%	0,0%	8,6%	0,0%	0,0%
TEC	36	100,0%	88,9%	0,0%	0,0%	5,6%	0,0%	0,0%
Totale	357	99,7%	90,8%	17,4%	17,6%	25,8 %	3,4%	3,1%

Legenda: BE = imprese che adottano la BE; CDA= CdA; C= Comitati interni al CdA; AE = amministratori esecutivi; ANE = amministratori non esecutivi; AI = amministratori non esecutivi indipendenti; AD = amministratore delegato; P: Presidente CdA

Per quanto attiene, invece, agli aspetti maggiormente analizzati si osserva che nei tre anni di maggiore attenzione sono stati (Fig. 1):

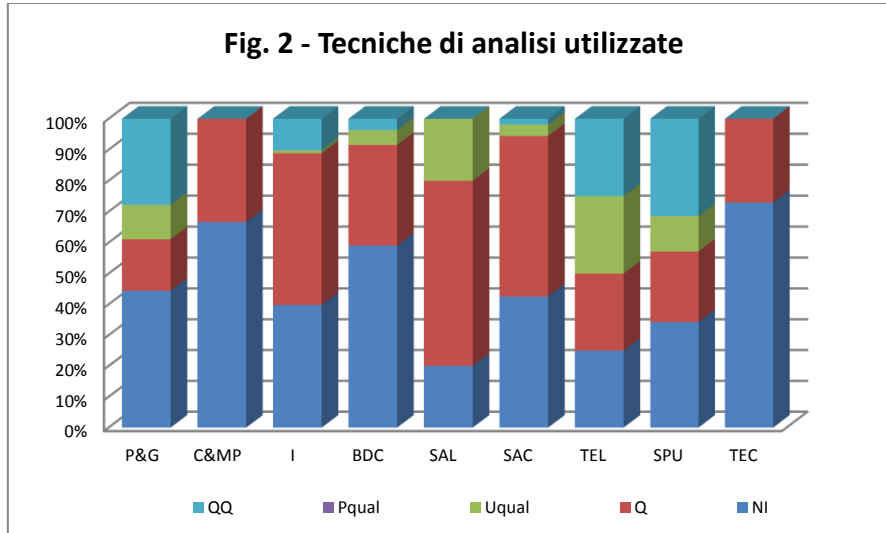
- il funzionamento e la composizione del consiglio di amministrazione (mediamente sui tre anni nel 99% dei casi);
- la dimensione del CdA (mediamente nei tre anni nel 97% dei casi);
- il funzionamento dei Comitati (mediamente nei tre anni nel 94% dei casi)
- la dimensione e la composizione dei comitati (mediamente nell'89% dei casi).

Oggetto di minore attenzione sono, invece, l'esame della adeguata composizione del Consiglio in termini di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti (rispettivamente mediamente nel 23%, 32% e 47% dei casi analizzati) (Fig. 1), oggetto di analisi generalmente quando l'approccio alla BE è di tipo minimalista.



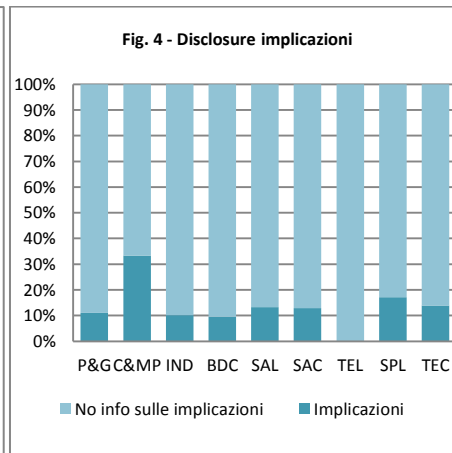
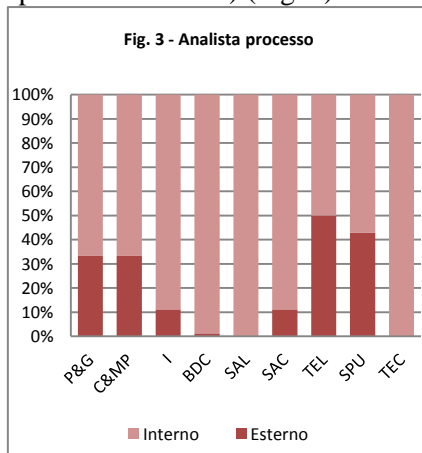
Legenda: CCDA = Composizione del CdA; CC = Composizione comitati; FCDA = funzionamento CdA; FC= Funzionamento comitati; DCDA = dimensione del CdA; DC= dimensione comitati; RCDA= Responsabilità CdA; PAE = presenza amministratori esecutivi; PANE = presenza amministratori non esecutivi; PAI = presenza amministratori indipendenti; ACDA = adeguata composizione CdA; QR = qualità riunioni; FR = numero di riunioni, MC = rilevanza materie del Consiglio; ComC= Ruolo e competenze dei comitati

In merito alle tecniche di analisi i dati mettono in luce che la tecnica più utilizzata è il questionario (in media nel 48% dei casi) seguita dalle interviste (in media nel 12% dei casi). Quasi inutilizzate, invece, l'osservazione e l'analisi documentale. In genere, si utilizza una sola tecnica di analisi, e si propende per il questionario (nel 39,22% dei casi) e solo nell'8,96% dei casi sono state utilizzate congiuntamente tecniche qualitative e quantitative. Nessuna organizzazione ha scelto di adottare più tecniche qualitative (Fig. 2).



Legenda: NI = nessuna informazione Uqual = una sola tecnica qualitativa Q = solo questionario QQ = più tecniche di valutazione compreso questionario

Il valutatore è nell'88% dei casi, una persona all'interno dell'azienda (Fig. 3). Infine, nei tre anni, l'88% delle imprese del campione non esplicita le implicazioni. Del 12% rimanente emerge che le imprese più attente a tale aspetto sono quelle del settore chimico (il 33% delle imprese del settore), Servizi pubblici e tecnologie (rispettivamente il 17% e il 14% delle imprese operanti nel settore) (Fig. 4).



Tra le organizzazioni si osserva, pertanto, un elevato livello di isomorfismo istituzionale, sono in altre parole molto simili tra loro per quanto riguarda le modalità di applicazione della BE. Solo per il 10% delle imprese esaminate il livello di isomorfismo è basso, in queste imprese prevale la spinta alla differenziazione e la BE è vista come reale strumento di valutazione.

#### 6.1.4 La BE e la concentrazione proprietaria

L'analisi descrittiva sulla BE, scelte di governance interna e concentrazione proprietaria è sintetizzata nella tavola 10 che segue. La tabella mostra separatamente i risultati della relazione considerando il gruppo delle imprese che adottano la BE e il gruppo di imprese che ha deciso di non sviluppare la pratica.

Tab. 10 – Concentrazione proprietaria, governance interna e BE

Settori	Adottano BE							
	HHI ≤ 1.000				HHI > 1.000			
	OWN	BEQ	BS	AI%	OWN	BEQ	BS	AI%
P&G	37,10	6	9	0,78	66,38	1,87	9,13	0,44
C&M P	--	--	--	--	55,89	1,33	9	0,41
IND	38,23	1,25	8,92	0,38	68,25	1,86	10,69	0,40
BDC	40,60	2,75	13,89	0,46	69,40	0,86	8,81	0,39
SAL	48,19	2,33	13,5	0,34	66,07	1,33	9,56	0,54
SAC	39,03	0,29	7	0,47	65,70	1,87	11,11	0,41
TEL	62,61	4,67	12	0,53	72,38	0	9	0,33
SPU	38,28	4,38	12,65	0,64	73,48	1,68	8,36	0,56
TEC	38,73	0,64	8,07	0,36	61,44	0,95	8,14	0,52
Totale	40,68	2,29	10,44	0,47	67,74	1,49	9,78	0,43

Settori	Non adottano BE							
	HHI ≤ 1.000				HHI > 1.000			
	OWN	BEQ	BS	AI%	OWN	BEQ	BS	AI%
P&G	--	--	--	--	--	--	--	--
C&M P	--	--	--	--	74,14	0	9	0,37
IND	42,44	0	7,67	0,38	68,40	0	8,86	0,33
BDC	42,35	0	5	0,20	75,16	0	7,43	0,40
SAL	50,99	0	6	0,42	56,33	0	5,75	0,46
SAC	--	--	--	--	76,08	0	9,73	0,54
TEL	40,32	0	8,33	0,28	72,38	0	9	0,33
SPU	--	--	--	--	67,55	0	11,7	0,41
TEC	25,08	0	5	0,27	57,58	0	8,8	0,37
Totale	39,16	0	6,56	0,31	70,31	0	8,86	0,40



Nel complesso le imprese con un HHI superiore a 1.000 prevalgono, a conferma della particolare struttura proprietaria concentrata che caratterizza le imprese italiane, anche quotate. Nello specifico le imprese con un HHI inferiore o uguale a 1.000 sono 84, di cui 18 non adottano la BE, mentre quelle con un HHI superiore a 1.000 sono 390, di cui 99 non adottano la BE. Concentrando l'attenzione solo sulle imprese che adottano la BE emerge che in presenza di una più bassa concentrazione proprietaria la qualità della BE è maggiore (in media nel campione 2,29 contro 1,49 per le imprese a più elevata concentrazione).

## 6.2 *Analisi quantitativa*

Nei paragrafi che seguono l'attenzione è incentrata sui risultati dell'analisi quantitativa, articolando la stessa nei risultati dell'analisi di correlazione e dell'analisi econometrica.

### 6.2.1 *Analisi di correlazione*

L'analisi della correlazione evidenzia che l'adozione della BE (indicata con la variabile BE, variabile *dummy* pari a uno se la BE è adottata e zero altrimenti) è correlata negativamente e significativamente con l'elevata concentrazione proprietaria ( $p < 0.08$ ) ad indicare appunto che la pratica della BE è meno diffusa nelle organizzazioni ad elevata concentrazione proprietaria. Emerge, invece, una relazione positiva e significativa tra la dimensione aziendale, misurata attraverso il logaritmo del totale attività e il numero di azionisti e l'adozione della BE.

Concentrando l'attenzione sulle sole variabili inserite nel modello, e quindi restringendo l'analisi alle sole organizzazioni (357 imprese) che hanno adottato la BE, l'analisi della correlazione evidenzia delle relazioni significative con tutte le variabili inserite nel modello. La qualità della BE (BEQ) presenta una correlazione positiva e significativa con la società incaricata dalla revisione, ad indicare che la qualità della BE è migliore nelle organizzazioni la cui società di revisione sia una delle BIG4. Si evidenzia, inoltre, una correlazione positiva e significativa tra BEQ e la dimensione aziendale, per cui le aziende più grandi sono quelle che adottano migliori pratiche di BE. Emerge, invece, una relazione negativa e significativa tra BEQ e il NOSH, ad indicare che all'aumentare del numero di azionisti che possiedono più del 2% del capitale sociale, la qualità della BE tende a diminuire. Simile è la conclusione con riferimento alla relazione negativa e significativa tra BEQ e OWN, ad indicare che all'aumentare della

concentrazione proprietaria la qualità della BE diminuisce (Tav. 11). Tale risultato è confermato anche dall'analisi di correlazione, non riportata in tabella, per i sottogruppi a medio-alta e bassa concentrazione proprietaria la quale evidenzia che a livelli più bassi di concentrazione proprietaria ( $HHI \leq 1.000$ ) la concentrazione proprietaria incide positivamente sulla qualità della BE per cui in esse è molto più probabile che la BE venga concepita quale reale strumento di valutazione.

Tav. 11 – Analisi correlazione (significatività 5%) per intero campione (all) e solo per chi adotta la pratica BE

	BE	BEQ	OWN	NOSH	BIG4	Lta	HHI	BS	AI	DUAL
<b>BE (all)</b>	1									
<b>BEQ (all)</b>	0.40*	1								
<b>OWN (all)</b>	-0.08	-0.23*	1							
<b>OWN</b>	--	-0.25*	1							
<b>NOSH (all)</b>	0.09	-0.08	-0.16*	1						
<b>NOSH</b>	--	-0.14*	-0.21*	1						
<b>BIG4 (all)</b>	0.07	0.14*	0.01	0.03	1					
<b>BIG4</b>	--	0.15*	-0.02	0.07	1					
<b>LTA (all)</b>	0.23*	0.49*	-0.07	-0.02	0.24*	1				
<b>LTA</b>	--	0.49*	-0.12	-0.05	0.23	1				
<b>HHI (all)</b>	-0.03	-0.15*	0.69*	-0.26*	0.08	-0.04	1			
<b>HHI</b>	--	-0.17*	0.69*	-0.32*	-0.03	-0.11*	1			
<b>BS (all)</b>	0.19*	0.30*	0.01	0.17*	0.18*	0.44*	-0.01	1		
<b>BS</b>	--	0.28*	-0.04	0.19*	0.19*	0.42*	-0.08	1		
<b>AI (all)</b>	0.15*	0.34*	-0.15*	-0.06	0.05	0.25*	-0.03	0.17*	1	
<b>AI</b>	--	0.35*	-0.22*	-0.04	0.05	0.28*	-0.10	0.14*	1	
<b>DUAL (all)</b>	0.07	0.22*	0.04	-0.06	0.15*	0.18*	0.08	0.20*	0.18*	1
<b>DUAL</b>	--	0.24*	-0.02	-0.04	0.05	0.22*	-0.02	0.18*	0.17*	1

### 6.2.3 Analisi di regressione

Per comprendere se, una volta adottata, l'implementazione della BE sia frutto della necessità di conformarsi alla raccomandazione (“mero conformismo”) o se, invece, le imprese la adottano attribuendogli il ruolo di “reale strumento di valutazione” è stata condotta una analisi di regressione in cui la variabile dipendente è BEQ, il cui valore varia da 0 a 8 dove, per costruzione, un valore di 0 identifica situazioni di un “mero conformismo” e un valore di 8 situazioni in cui la BE è concepita quale “reale strumento di valutazione”. Un valore di BEQ pari a zero equivale a non avere avviato pratiche di BE. L'analisi è stata condotta con il metodo OLS on pooled data (POLS), scelto poiché, pur utilizzando dati longitudinali, non vi sono effetti

individuali. La rilevanza statistica degli effetti fissi sulla singola impresa è stata verificata implementando il *poolability test*, il Breusch e Pagan Lagrange-Multiplier (LM) test per effetti casuali. A ciò si aggiunga che da un punto di vista concettuale è plausibile accettare che non vi siano effetti individuali legati alla BE, poiché le scelte ad essa collegata tendono a rimanere costanti nel corso del tempo. I risultati dell'analisi OLS sono sintetizzati nella Tab. 12 che segue. L'analisi è stata condotta con riferimento all'intero campione e alle sole imprese che adottano la BE.

Tab. 12 – Analisi di regressione OLS del campione (solo quelle che adottano BE)

Variable	Coeff.	Robust Std. Err.	P> t	90% Conf. Interval	
<b>OWN</b>	-0.023 (-0.24)	0.005 (0.006)	0.000 (0.000)	-0.030 (-0.034)	-0.015 (-0.014)
<b>NOSH</b>	-0.084 (-0.14)	0.029 (0.035)	0.004 (0.000)	-0.131 (-0.199)	-0.036 (-0.085)
<b>LTA</b>	0.315 (0.295)	0.050 (0.057)	0.000 (0.000)	0.231 (0.201)	0.397 (0.388)
<b>BIG4</b>	0.060 (0.306)	0.179 (0.255)	0.738 (0.231)	-0.236 (-0.115)	0.357 (0.727)
<b>BS</b>	0.061 (0.070)	0.023 (0.028)	0.016 (0.014)	0.020 (0.023)	0.103 (0.117)
<b>DUAL</b>	0.380 (0.443)	0.138 (0.170)	0.006 (0.010)	0.152 (0.162)	0.607 (0.724)
<b>AI</b>	2.045 (2.179)	0.488 (0.536)	0.000 (0.000)	1.241 (1.265)	2.849 (3.063)
<b>Const</b>	-2.957 (-2.525)	0.663 (0.859)	0.000 (0.004)	-4.049 (-3.943)	-1.865 (-1.108)
<b>R<sup>2</sup></b>	34.42 (36.09)				
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>	33.43 (34.80)				
<b>Numero osser.</b>	474 (357)				

Legenda: Variabile dipendente: qualità della Board Evaluation, misurata con una scala da 0 a 8 in funzione della presenza di determinate caratteristiche nelle modalità di implementazione della BE per come comunicate all'esterno nella relazione di governance; OWN è la variabile che misura la concentrazione proprietaria nelle mani dei primi 5 principali azionisti, NOSH è il numero di azionisti che possiede azioni in misura superiore al 2%; LTA è il logaritmo naturale del totale attivo; BIG4 è una variabile dicotomica che assume valore pari a 1 se la società di revisione della i-sima azienda appartiene al gruppo delle quattro grandi società di revisione; BS individua il numero di amministratori che siede nel CdA, AI è la percentuale di amministratori indipendenti presenti all'interno del CdA, DUAL è una variabile dicotomica che assume valore pari a 1 se i ruoli di amministratore delegato e presidente del CdA sono ricoperti da soggetti diversi.

L'analisi mette in evidenza che considerando l'intero campione così come solo le aziende che adottano la BE si ottengono risultati simili. Ciò si ricollega al fatto che non adottare la BE equivale ad avere un indice di qualità della BE pari a zero. Come ipotizzato l'elevata concentrazione proprietaria (OWN) limita la qualità della BE, non in linea con le attese è invece il risultato ottenuto con riferimento alla variabile NOSH, che registra un coefficiente negativo nonché statisticamente significativo. Ciò può essere dovuto al fatto che in Italia, comunque, mediamente il numero di azionisti che possiede azioni per un valore pari o superiore al 2% si attesta intorno 4, e quindi con un basso grado di frammentazione del capitale. Per quanto riguarda le variabili di governance interna tutte le variabili considerate hanno un impatto positivo e significativo sulla qualità della BE. Statisticamente significativa è anche la dimensione aziendale misurata quale logaritmo del totale delle attività (p. 0,000) ad evidenziare che all'aumentare della dimensione aziendale vi è una maggiore probabilità che l'impresa adotti pratiche di valutazione del CdA. Tale risultato è in linea con la letteratura che riscontra una associazione positiva tra la dimensione aziendale e il grado di adesione alle raccomandazioni (von Werder *et al.*, 2005; Akkermans *et al.*, 2007; Talaulicar e von Werder, 2008).

L'unica variabile che non incide sulla qualità della BE è la presenza di una società di revisione appartenente alle big 4.

Il valore di Prob>chi2 (0.000) indica che il modello è statisticamente significativo.

I VIF (*variance inflation factors*) sono inferiori a 2 per tutte le variabili suggerendo un'assenza di collinearità.

Per approfondire l'analisi il campione è stato quindi suddiviso in due gruppi in funzione dell'indice di concentrazione proprietaria (HHI). I risultati sono sintetizzati nella tavola 13.

Dalla lettura dei risultati si ha una ulteriore conferma ai risultati illustrati in precedenza, nello specifico emerge che ad elevati livelli di concentrazione l'impatto sulla qualità della BE è negativo, conducendo cioè a una qualità della BE più bassa. A più bassi livelli di concentrazione proprietaria, invece, l'impatto è positivo. Ciò fa pensare ad un andamento a U rovesciata, fino ad un certo livello di concentrazione proprietaria l'impatto è positivo quando la concentrazione diventa molto alta l'impatto sulla qualità della BE è negativo. Ciò è messo in evidenza dalla variabile OWN. Con riferimento al gruppo di imprese con un HHI superiore a 1.000 i risultati mettono in luce che la relazione tra OWN e BE è statisticamente significativa (p. 0,000) e che il

coefficiente ha segno negativo ad indicare la probabilità di una relazione inversa tra la concentrazione della proprietà e l'adozione delle migliori pratiche e, quindi, che all'aumentare della concentrazione proprietaria diminuisce il valore dell'indice usato come stima della qualità della BE. La BE, in altre parole, in queste imprese è meno probabilmente adottata quale reale strumento di valutazione.

La variabile di controllo BIG4 è statisticamente significativa ad un livello di confidenza del 10% (p. 0,095) mentre la dimensione del CdA (BS) è statisticamente non significativa.

Tab. 13 – Analisi di regressione OLS – alta e bassa concentrazione

Variable	Medio-Alta concentrazione (HHI>1.000)		Bassa concentrazione (HHI≤1.000)	
	Coeff.	P> t	Coeff.	P> t
OWN	-0.037	0.000	0.039	0.000
NOSH	-0.079	0.001	-0.227	0.000
LTA	0.268	0.000	0.305	0.003
BIG4	0.106	0.095	0.268	0.506
BS	0.037	0.159	0.137	0.003
DUAL	0.437	0.002	-0.068	0.808
AI	1.511	0.004	4.445	0.006
Const	-0.993	0.253	-6.123	0.000
R <sup>2</sup>	26.79		69.78	

Legenda: Variabile dipendente: qualità della Board Evaluation (BEQ), misurata con una scala da 0 a 8 in funzione della presenza di determinate caratteristiche nelle modalità di implementazione della BE per come comunicate all'esterno nella relazione di governance; OWN è la variabile che misura la concentrazione proprietaria nelle mani dei primi 5 principali azionisti, NOSH è il numero di azionisti che possiede azioni in misura superiore al 2%; LTA è il logaritmo naturale del totale attivo; BIG4 è una variabile dicotomica che assume valore pari a 1 se la società di revisione della i-sima azienda appartiene al gruppo delle quattro grandi società di revisione; BS individua il numero di amministratori che siede nel CdA, AI è la percentuale di amministratori indipendenti presenti all'interno del CdA, DUAL è una variabile dicotomica che assume valore pari a 1 se i ruoli di amministratore delegato e presidente del CdA sono ricoperti da soggetti diversi; HHI>1.000 e HHI≤1.000 individuano la suddivisione delle imprese esaminate in funzione dell'indice di concentrazione proprietaria, rispettivamente a bassa e medio/alta concentrazione.

Come si evince dalla Tab. 13 nel sub-campione delle imprese a più bassa concentrazione proprietaria vi è una relazione positiva e significativa tra la struttura proprietaria e la qualità della BE (coeff. 0,039 p value 0.000) mentre tale relazione negativa e significativa (coeff. -0.037 p value 0,000) nelle

organizzazioni ad elevata concentrazione proprietaria. Leggendo tali risultati nell'ottica della qualità della BE emerge che la qualità della BE è maggiore nelle imprese a bassa concentrazione proprietaria, e quindi che la BE è concepita maggiormente quale reale strumento di valutazione nelle organizzazioni a più bassa concentrazione proprietaria. Nelle imprese ad elevata concentrazione proprietaria, invece, la qualità della BE tende ad essere minore e ciò evidenzia la presenza di situazioni in cui l'adozione della BE avviene per conformarsi all'ambiente di riferimento e l'implementazione della stessa segue criteri minimalisti. In altre parole queste imprese adottano la BE ma lo fanno giusto per rispondere alla pressione esterna conformandosi alla raccomandazione dal punto di vista formale ma non anche sostanziale.