

LE RELAZIONI TRA LE CARATTERISTICHE DI GOVERNANCE E IL *RISK PROFILE* NELLE AZIENDE FAMILIARI: EVIDENZE DAL CONTESTO ITALIANO

Pierluigi Martino, Alessandra Rigolini, Giuseppe D'Onza¹

1. Introduzione

L'obiettivo di questo contributo è quello di andare ad investigare la relazione che sussiste tra le caratteristiche di governance e il *risk profile* nelle aziende familiari. Al fine di esplorare tale relazione, abbiamo condotto un'analisi su un campione di aziende familiari italiane quotate in borsa.

Negli ultimi anni, numerosi sono gli studi focalizzati sul tema delle aziende familiari (Hiebl, 2012). In Italia, così come in tutto il mondo, le aziende familiari rappresentano un modello organizzativo dominante in grado di svolgere un ruolo fondamentale per lo sviluppo di un Paese, contribuendo alla creazione di ricchezza e al progresso economico e sociale (Zahra, 2005; Miller et al., 2014). Come emerge da uno studio condotto dall'AIDAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari), si stima che in Italia le aziende familiari siano circa 784.000, pari ad oltre l'85% del totale aziende, e rappresentano numericamente circa il 60% del mercato azionario italiano. Inoltre, si stima che pesino in termini di occupazione circa il 70%.

Nella dottrina nazionale ed internazionale le aziende familiari sono state studiate, principalmente, in relazione alle performance (Minichilli et al., 2010; Zattoni et al., 2015), alle caratteristiche di governance (Siebels e Knyphausen-Aufseb, 2012) e al loro profilo strategico (Essen et al., 2015). Inoltre, in letteratura esistono numerosi lavori che analizzano il profilo di rischio delle aziende familiari.

Il profilo di rischio può essere definito come l'ammontare complessivo di rischio che un'azienda si assume in un determinato momento, per perseguire il proprio fine istituzionale (D'Onza, 2008; Dittmeier, 2015). Esso è il risultato di un insieme di decisioni fondamentali che riguardano il profilo strategico dell'azienda e il suo business model e di scelte relative alla gestione operativa (Bertini, 1987; Dezzani, 1971). Rappresenta un momento fondamentale della valutazione dell'attività di governo e costituisce un elemento chiave nel processo di controllo strategico (Paolini, 1993; Bianchi Martini, 2009).

¹ Università di Pisa.

Il profilo di rischio può variare da impresa a impresa e, per la stessa impresa, può modificarsi nel tempo, in conseguenza del combinarsi di diversi fattori (Bertini, 1987). Inoltre, sempre all'interno della stessa azienda, è possibile individuare differenze nella propensione al rischio tra i diversi soggetti dell'organizzazione. Per esempio, Brennan (2006) riconosce l'esistenza di differenze tra il *risk appetite* degli azionisti rispetto a quello degli amministratori. In particolare, gli azionisti possono avere una maggior propensione al rischio in conseguenza della possibilità di diversificare i loro investimenti; al contrario, i manager possono dimostrare un livello di *risk appetite* inferiore in quanto il loro successo dipende dalla sopravvivenza della singola azienda all'interno della quale lavorano. Il *risk appetite* che individua il livello di rischio desiderato può condizionare le decisioni strategiche e, conseguentemente, il livello di *risk profile*. Quindi, il profilo di rischio che un'azienda si assume può dipendere da diversi fattori (Wang e Poutziouris, 2010), alcuni sotto il controllo dell'azienda, altri scarsamente governabili in quanto riflettono condizioni esterne (Galeotti e Garzella, 2013).

I diversi studi presenti nella letteratura sul *risk profile* delle aziende individuano nelle caratteristiche di corporate governance, nell'ambiente esterno in cui l'azienda opera e nelle caratteristiche personali dei *decision makers*, i principali fattori in grado di influenzare l'ammontare complessivo di rischio che l'azienda assume (Kim e Buchanan, 2008). In particolare, per quanto riguarda le aziende familiari, molti studi si sono focalizzati principalmente sulla presenza della famiglia negli organi decisionali e su alcune caratteristiche di governance, nel tentativo di comprendere se il profilo di rischiosità delle aziende familiari può dipendere dal grado di coinvolgimento della famiglia nel business.

Per esempio, alcuni studiosi hanno rilevato che il coinvolgimento della famiglia nella struttura proprietaria e nel management dell'azienda comporta una maggiore propensione al rischio (Zahra, 2005). Altri studi invece mostrano che le aziende familiari sono più avverse al rischio rispetto alle aziende non familiari (Naldi et al., 2007; Su e Lee, 2013; Huybrechts et al., 2013). Infine, Gomez – Mejia et al., (2007) e Gomez – Mejia et al., (2010) hanno messo in evidenza come il profilo di rischio delle aziende familiari possa dipendere da fattori di contesto sia interni che esterni all'azienda, quali ad esempio il grado di controllo della famiglia sul business, il grado di competitività del contesto in cui l'azienda opera.

Nonostante i numerosi studi sul tema i risultati sono contrastanti e ad oggi, il dibattito sul profilo di rischio delle aziende familiari è ancora aperto. Il nostro articolo contribuisce a questo filone di ricerca svolgendo l'analisi

su un campione di aziende familiari appartenenti al contesto italiano, con l'obiettivo di investigare come alcune caratteristiche di corporate governance influiscano sul profilo di rischio assunto dall'organizzazione. In particolare, sulla base della *stewardship theory* (Davis et al., 1997) e la *socioemotional wealth perspective* (Gomez – Mejia et al., 2007) ipotizziamo che il grado con cui la famiglia controlla il processo decisionale dell'azienda, i passaggi generazionali e la presenza di investitori istituzionali possano influenzare la propensione al rischio dell'azienda, misurata tramite l'indicatore TobinQ. Basandoci sulla letteratura precedente, il grado di coinvolgimento della famiglia è misurato attraverso tre variabili: la percentuale di azioni detenuta direttamente o indirettamente, l'identità familiare o meno del CEO e la presenza di CEO duality.

L'articolo è strutturato come segue: nella sezione successiva presentiamo una review della letteratura sul tema e sviluppiamo le nostre ipotesi. Nella terza sezione descriviamo il campione e la metodologia utilizzata per la nostra analisi. Infine, nelle ultime due sezioni presentiamo i risultati empirici dell'analisi e le conclusioni del nostro studio.

2. Analisi della letteratura ed ipotesi di ricerca

Il profilo di rischio delle aziende familiari

La review sistematica della letteratura sul tema della propensione al rischio delle imprese condotta da Hielb (2012) evidenzia che, nel corso dell'ultimo ventennio, numerosi studi empirici hanno confrontato il livello di esposizione al rischio delle aziende familiari rispetto alle aziende non familiari.

I risultati delle ricerche condotte sono tra loro contrastanti. La maggior parte degli studi evidenzia una minore propensione al rischio da parte delle aziende familiari rispetto a quelle non familiari (Naldi et al., 2007; Su e Lee, 2013; Huybrechts et al., 2013). Esistono tuttavia delle ricerche che pervengono a risultati opposti, rilevando che nelle aziende familiari la propensione al rischio è superiore rispetto a quelle non familiari (Aldrich e Cliff, 2003; Zahra, 2003; 2005).

La maggior parte degli studi che sostiene che le aziende familiari sono meno propense al rischio delle aziende non familiari trova il suo fondamento teorico nella teoria dell'agenzia (Fama e Jensen, 1983), secondo la quale un'alta concentrazione proprietaria influisce in maniera negativa sulla propensione al rischio dell'azienda. Questo avviene perché nelle aziende familiari in cui la proprietà è concentrata, pochi soggetti sopporterebbero le perdite derivanti dal fallimento di strategie più aggressive e ciò scoraggia gli investimenti ad alto rischio. Dunque, nelle aziende familiari, in cui è la

famiglia a sopportare il maggior onere finanziario, si ha un più basso profilo di rischio rispetto alle aziende in cui la proprietà è dispersa. Huybrechts et al. (2013) affermano che un *risk profile* più basso nelle aziende familiari può trovare giustificazione non solo in una prospettiva *agency*, ma anche secondo una prospettiva *socioemotional* (Gomez-Mejia et al., 2007). La *socioemotional wealth perspective* sostiene che, in generale, le aziende familiari mirano a raggiungere obiettivi di carattere non finanziario. Tali obiettivi si riferiscono alla difesa della reputazione della famiglia, al mantenimento del controllo dell'azienda, alla sicurezza del lavoro per le generazioni successive che, costituiscono degli aspetti particolari di una finalità più ampia, che loro chiamano ricchezza socio-emotiva. Il perseguimento di questi obiettivi porta l'azienda ad avere un basso profilo di rischio in quanto l'interesse principale della famiglia è la sopravvivenza dell'azienda e la protezione della propria ricchezza socio-emotiva.

Come accennato precedentemente, alcuni studi hanno rilevato che il coinvolgimento della famiglia porta l'azienda a intraprendere strategie caratterizzate da un elevato profilo di rischio (Aldrich e Cliff, 2003; Zahra, 2003; 2005). Per esempio, lo studio di Zahra (2005) condotto su un campione di 209 aziende familiari statunitensi del settore manifatturiero, suggerisce che la presenza della famiglia nella proprietà e nel board dell'azienda promuove l'imprenditorialità e quindi una maggiore assunzione di rischi. Anche tale studio trova il suo fondamento teorico nella teoria dell'agenzia, ma evidenziando, in modo opposto rispetto ai precedenti lavori, come una struttura proprietaria concentrata nelle mani di una sola famiglia assicuri un allineamento degli interessi tra proprietà e azienda. Questi interessi spesso corrispondono ad obiettivi di lungo periodo, sia in termini di sopravvivenza dell'azienda, sia in termini di massimizzazione della ricchezza della famiglia, favorendo quindi lo sviluppo di iniziative di imprenditorialità interna e una maggiore propensione al rischio (Zahra, 2003; 2005).

Un ulteriore ed importante contributo sul tema è quello di Gomez-Mejia et al. (2007), che fornisce una differente argomentazione per spiegare i risultati contrastanti presenti in letteratura. Sulla base del costrutto teorico offerto dalla *behavioral agency theory*, gli autori sostengono che l'obiettivo ultimo delle aziende familiari è la creazione ed il mantenimento della "ricchezza socio emotiva". Creare e mantenere "ricchezza socio emotiva" significa, per l'azienda-famiglia, mantenere il controllo sull'azienda, creare lavoro per i propri membri, proteggere la propria immagine non tanto per ragioni economiche quanto per ragioni di natura sociale e psicologica (Sciascia, 2011). Di conseguenza, le aziende familiari, al fine di salvaguardare la propria ricchezza, tendono ad evitare strategie rischiose.

Tuttavia, al fine di mantenere il controllo sull'azienda, talvolta, la famiglia potrebbe avere la necessità di intraprendere iniziative rischiose. Per esempio, nel momento in cui la famiglia percepisce una potenziale perdita del controllo sull'azienda, per evitare questa perdita è disposta a intraprendere azioni con un profilo di rischio più elevato. Gli autori spiegano, così, questa doppia e differente attitudine delle aziende familiari nei confronti del rischio: accanto ad un generale interesse nel preservare la ricchezza socio-emotiva con comportamenti poco rischiosi, le aziende familiari possono talvolta trovarsi di fronte alla necessità di intraprendere iniziative caratterizzate per un più elevato profilo di rischio, strumentali alla creazione e mantenimento della stessa ricchezza socio-emotiva. In sintesi, nel loro studio compiuto su un campione di 1.237 aziende familiari del sud della Spagna, Gomez-Mejia et al. (2007) mostrano che le aziende familiari possono essere contemporaneamente avverse al rischio o propense al rischio. Tale doppia propensione dipende sia dal contesto in cui l'azienda opera, sia dalla situazione in cui l'azienda si trova.

Hielb (2012), nel suo articolo, sintetizza, inoltre, i diversi fattori in grado di influenzare il *risk profile* delle aziende familiari. Questi fattori vengono raggruppati in cinque categorie: (i) il grado di coinvolgimento della famiglia nei processi decisionali e gestionali dell'azienda; (ii) le caratteristiche dell'ambiente esterno e il livello di competizione del contesto in cui l'azienda opera; (iii) gli obiettivi aziendali e personali e il comportamento dei membri della famiglia all'interno dell'azienda; (iv) le caratteristiche individuali dei manager, in termini di attributi personali del CEO (caratteristiche socio-demografiche, esperienza, ecc.); (v) le caratteristiche dell'azienda, con riferimento ad esempio alla dimensione, al numero di amministratori, il livello di concentrazione della proprietà e così via.

Hielb rileva che la maggior parte dei contributi in materia si sono focalizzati principalmente sullo studio dei fattori relativi alle caratteristiche dell'azienda, con particolare riferimento alle peculiarità dei meccanismi di governance adottati nelle imprese familiari ed il loro impatto sul profilo di rischio.

Anche nel nostro studio l'attenzione si focalizza su come alcune variabili specifiche di governance delle aziende familiari possono impattare sul profilo di rischio dell'azienda, contribuendo al dibattito ancora aperto e cercando di individuare fondamenti teorici in grado di fornire risposte univoche. A tal proposito, nel proseguo del lavoro, utilizzando come prospettiva di analisi la *stewardship theory* (Davis et al., 1997) e la *socioemotional wealth perspective* (Gomez-Mejia et al., 2007) svilupperemo le nostre ipotesi di ricerca. Nello specifico, concentriamo la nostra analisi su

quattro variabili che ci aspettiamo influenzino il profilo di rischio assunto dall'azienda familiare: la percentuale di azioni possedute dalla famiglia, la presenza di un CEO familiare, la presenza di investitori istituzionali e il livello generazionale dell'azienda familiare.

Proprietà e management familiare e profilo di rischio dell'azienda

Numerose ricerche indicano che la struttura proprietaria di un'azienda influenza in maniera significativa le scelte strategiche che essa intraprende (Huybrechts et al., 2013). Quindi, nelle aziende familiari, la famiglia che detiene il controllo è in grado di influenzare le scelte strategiche e, di conseguenza, il profilo di rischio che l'organizzazione si assume (Zahra, 2003; Huybrechts et al., 2013; Rigolini, 2013). Alcuni autori sostengono che le aziende familiari rappresentano una forma organizzativa in cui gli interessi della proprietà e dell'azienda sono allineati in quanto viene a mancare il tipico conflitto tra principale e agente presente in altri tipi di organizzazione (Zahra, 2005). Tale allineamento di interessi si manifesta soprattutto quando a gestire l'azienda è un manager-proprietario ovvero, quando il soggetto che gestisce l'azienda fa parte anche della proprietà. Quando il manager si identifica con la propria organizzazione, egli si comporta come *steward* dell'azienda (Davis et al., 1997). Nello specifico, secondo la *stewardship theory* (Davis et al., 1997) gli *steward* mettono da parte gli interessi personali per raggiungere gli obiettivi dell'azienda (come la crescita delle vendite, la redditività ecc.). Infatti, obiettivo dello *steward* è proteggere e massimizzare la ricchezza degli azionisti attraverso la performance dell'azienda perché così facendo, la funzione di utilità dello *steward* è massimizzata.

L'altruismo e l'identificazione del manager con l'azienda e l'orientamento verso obiettivi di lungo periodo, sono caratteri ritenuti fondamentali nella prospettiva della *Stewardship theory* e si ravvisano comunemente all'interno delle aziende familiari. Nelle aziende familiari infatti, i membri della famiglia sono visti come *steward* dell'azienda, disposti a mettere da parte i loro interessi per l'interesse generale dell'organizzazione (Corbetta e Salvato, 2004; Eddlestone et al., 2008). Quindi, la famiglia "*steward*" agisce per massimizzare la performance dell'azienda, in quanto in questo modo massimizza la sua funzione di utilità.

Inoltre, numerose ricerche presenti in letteratura mostrano che gli interessi della famiglia si traducono non solo in obiettivi di natura finanziaria come la crescita delle vendite o l'alta redditività ma anche e soprattutto in obiettivi di natura non finanziari (o, cosiddetti, socio emotivi) di lungo periodo, come ad esempio la volontà di avere il controllo sul business, la protezione della reputazione e l'immagine della famiglia (Lamboglia e

D'Onza, 2013), la creazione di lavoro per i membri della famiglia e le future generazioni, e così via (Gomez-Mejia et al., 2007). I diversi studi sul tema sostengono che nelle aziende familiari l'interesse primario è mantenere il controllo sul business proprio per salvaguardare questo tipo di ricchezza. Dato che la prevalenza di alcuni obiettivi rispetto ad altri può generare una diversa propensione al rischio, l'orientamento della famiglia verso obiettivi di natura non finanziaria può portare l'azienda ad intraprendere azioni conservative e di conseguenza ad avere un basso profilo di rischio. Tuttavia, lo studio di Gomez-Mejia et al., (2007) mostra al tempo stesso che la maggiore o minore propensione al rischio dell'azienda dipende dal contesto in cui l'azienda opera e dalla situazione in cui l'azienda si trova. Quindi, l'interesse della famiglia a mantenere il controllo sull'azienda e preservare la propria ricchezza può anche portare l'azienda ad assumersi più rischio. Per esempio, in un contesto come quello attuale, caratterizzato da un mercato altamente incerto e in rapida evoluzione, per sopravvivere le aziende sono costrette ad intraprendere strategie di innovazione, di internazionalizzazione, di sviluppo di nuovi business e quindi ad assumersi un maggiore rischio (Davis et al., 1997; Naldi et al., 2007).

L'orientamento verso obiettivi di lungo periodo, l'altruismo e l'identificazione del manager con l'azienda, creano un contesto che incoraggia una maggiore imprenditorialità e l'adozione di comportamenti proattivi e innovativi (Davis et al., 1997; Zahra, 2003; Corbetta e Salvato, 2004; Rigolini, 2013). Dunque, sulla base della *stewardship theory* e della *socioemotional wealth*, ipotizziamo che la presenza forte della famiglia nella proprietà e nella gestione dell'azienda, porta l'azienda ad assumersi un profilo di rischio elevato (Zahra, 2003; Sciascia et al., 2012). L'obiettivo della famiglia "*steward*" è massimizzare la performance dell'azienda, perché questo permette alla famiglia stessa di assicurarsi il mantenimento del controllo sul business e contemporaneamente di soddisfare gli interessi generali dell'azienda e quindi degli altri azionisti. Di conseguenza, la famiglia è incentivata ad assumersi un maggior rischio se questo assicura una massimizzazione del valore dell'azienda, crea opportunità di lavoro per gli altri membri della famiglia, le future generazioni e assicura il mantenimento del controllo sull'azienda (Zahra, 2005; Gomez-Mejia et al., 2007; Eddlestone et al., 2008).

Sulla base delle considerazioni svolte sopra, sviluppiamo le nostra prima ipotesi:

Ipotesi 1: *Una presenza forte della famiglia nella proprietà e nella gestione dell'azienda, è positivamente correlata a un più alto profilo di rischio assunto dall'azienda.*

L'influenza che la famiglia ha sul livello di rischio che l'azienda si assume, può dipendere anche dal numero della generazione coinvolta nell'organizzazione. Secondo alcuni studi, la percezione del rischio aumenta dopo la prima generazione in quanto le generazioni successive tendono ad essere più conservative e quindi ad evitare strategie con elevata rischiosità, al fine di preservare la ricchezza della famiglia data la mancanza di garanzie sul successo finanziario (Kellermanns et al., 2012; Colli, 2013). Inoltre, l'altruismo che caratterizza le aziende familiari secondo una prospettiva *stewardship*, potrebbe diminuire con la guida delle generazioni successive in quanto potrebbe venire a mancare quello stretto legame con la visione di lungo periodo del fondatore (Kellermanns et al., 2012). Peraltro, la presenza in azienda di generazioni successive può comportare il nascere di dinamiche conflittuali fra generazioni e all'interno delle stesse, che paralizzano i processi di cambiamento strategico dell'azienda (Sciascia, 2011). La nascita di possibili conflitti e la mancanza della visione di lungo periodo, potrebbero creare un contesto non favorevole all'imprenditorialità, all'innovazione, all'internazionalizzazione, con conseguente impatto anche sul profilo di rischio che l'azienda decide di assumersi. Dunque, sulla base di queste considerazioni sviluppiamo la nostra seconda ipotesi:

Ipotesi 2: La presenza di generazioni successive alla guida dell'azienda, comporta un minore profilo di rischio assunto dall'azienda.

Investitori istituzionali e profilo di rischio

La presenza di soggetti esterni alla famiglia all'interno della proprietà delle aziende familiari, può influenzare le scelte strategiche dell'azienda. Diversi studi infatti, mettono in evidenza che la struttura proprietaria dell'azienda svolge un ruolo importante nel determinare le scelte strategiche dell'azienda e di conseguenza, anche il profilo di rischio che la stessa si assume (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). Quindi, il livello di rischio assunto dall'azienda familiare può essere influenzato oltre che dalla famiglia anche dalla presenza di altri azionisti all'interno della proprietà, come per esempio gli investitori istituzionali. Gli investitori istituzionali sono soggetti finanziari come le compagnie di assicurazione, fondi pensione, banche d'investimento ecc.. In letteratura, diversi studi hanno evidenziato come la presenza di tali soggetti nella proprietà dell'azienda, può influenzare le scelte strategiche dell'azienda come per esempio gli investimenti in Ricerca & sviluppo (Bushee, 1998), la diversificazione internazionale (Tihanyi et al., 2003), il compenso dei CEO (Crocì et al., 2012) e così via. Inoltre, Gomez-Mejia et al., (2011) trovano che la presenza di investitori istituzionali può favorire maggiori investimenti

in Ricerca & sviluppo nelle aziende familiari in quanto permette alla famiglia di poter investire senza utilizzare la propria ricchezza (Colot e Bauweraerts, 2016). Dunque, data la loro importanza nel determinare le scelte strategiche dell'impresa, nel nostro studio ipotizziamo che gli investitori istituzionali possano influenzare il profilo di rischio assunto dall'azienda. Nello specifico, l'effetto sarà una maggiore propensione al rischio da parte dell'azienda visto l'interesse di tali soggetti a massimizzare il valore del loro investimento in azienda. In base alle considerazioni svolte sopra, sviluppiamo la nostra ultima ipotesi:

Ipotesi 3: La presenza di investitori istituzionali all'interno dell'azienda, è positivamente correlata a un maggior livello di rischio assunto dall'azienda.

3. Metodologia di ricerca

Selezione del campione

Nello sviluppare il nostro studio, abbiamo svolto l'analisi su un campione di 68 aziende familiari italiane quotate nella Borsa di Milano. In Italia, le aziende familiari rappresentano una delle forme organizzative prevalente (Miller et al., 2014). Nel contesto italiano le aziende familiari rappresentano approssimativamente l'83% del numero di aziende medio – piccole (Corbetta et al., 2002).

In letteratura, sono definite familiari quelle aziende in cui la famiglia possiede la maggioranza assoluta (ovvero almeno il 50% + 1) delle azioni dell'azienda, consentendogli, quindi, di poter controllare l'intero business ed esercitare la propria influenza sulle scelte strategiche dell'azienda (Minichilli et al., 2010; Miller et al., 2014). Tuttavia, studi precedenti sulle aziende familiari quotate in borsa nel contesto italiano hanno evidenziato che, date le caratteristiche della Borsa italiana sia in termini di dimensione media sia dell'azionariato medio (Corbetta e Minichilli, 2006), il controllo da parte della famiglia può essere esercitato anche attraverso una percentuale inferiore di azioni. Sulla base di tale considerazione e in accordo con gli studi in materia di assetti proprietari (La porta et al., 1999), nel nostro studio definiamo aziende familiari quelle in cui la famiglia possiede almeno il 20% delle azioni.

Il campione è stato identificato utilizzando il database Orbis. Dal campione sono state escluse le aziende familiari finanziarie (le banche, le assicurazioni e le altre società di natura finanziaria). I dati per calcolare le variabili sulle caratteristiche di governance e sulla dimensione di rischio sono stati raccolti, per il periodo dal 2010 al 2014, utilizzando sia il database Orbis, sia gli *annual reports* delle aziende.

Variabili dello studio e modello di regressione

La variabile dipendente del nostro studio è il profilo di rischio assunto dall'azienda. In linea con gli studi precedenti sul livello di rischiosità delle aziende (Gomez-Mejia et al., 2007; Wright et al., 2007; Nakano e Nguyen, 2012; Huybrechts et al., 2013), abbiamo utilizzato la variabilità della performance, misurata attraverso la deviazione standard a 5 anni della TobinQ, come *proxy* per il profilo di rischio. Un'ampia variabilità della performance dell'azienda può essere infatti considerata come indicatore di un alto profilo di rischio assunto dalle stesse, in quanto può essere il risultato di strategie rischiose (innovazione, entrata in nuovi business ecc.) che hanno come conseguenza un'alta volatilità delle performance.

Le variabili indipendenti fanno, invece, riferimento alle caratteristiche di governance dell'azienda e possono essere come di seguito espresse:

1. **La presenza forte della famiglia nella proprietà e nel management dell'azienda.** La letteratura, nell'individuare il grado di coinvolgimento e il peso esercitato dalla famiglia sul business, individua le seguenti variabili di governance:
 - *la percentuale delle azioni possedute dalla famiglia:* in presenza di un'alta concentrazione della proprietà, gli interessi dei proprietari e dell'azienda tendono ad allinearsi (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976). Nelle aziende familiari, questo allineamento avviene quando la famiglia possiede un'elevata percentuale di azioni. Quindi, in presenza di un'elevata percentuale di azioni posseduta dalla famiglia, il peso esercitato dalla stessa sull'azienda è maggiore.
 - *la presenza di un CEO familiare:* nelle aziende familiari, il CEO è generalmente ritenuto uno dei soggetti più importanti all'interno dell'organizzazione. Il CEO ha il potere di influenzare le strategie e di conseguenza anche il profilo di rischio dell'azienda (Minichilli et al., 2010; Miller et al., 2013). In presenza di un CEO familiare l'influenza che la famiglia esercita sulle decisioni dell'azienda è maggiore. Per tale motivo la presenza di un CEO familiare può essere considerata come un indicatore del maggior grado di coinvolgimento della famiglia.
 - *CEO duality:* tale variabile indica se c'è la separazione tra la figura del CEO e quella di presidente all'interno del consiglio di amministrazione. Kim e Buchanan (2008) sostengono che la CEO duality aumenta il problema della concentrazione di potere del CEO con conseguente indebolimento dell'efficacia del board nel monitorare e controllare l'azione del management. Dunque, a seguito

della concentrazione di potere nelle mani del CEO dovuta alla copertura anche della posizione di Chairman, il peso esercitato dalla famiglia in azienda è maggiore, data la difficoltà del board di mitigare questa influenza. Ciò, può avere quindi conseguenze sulle scelte strategiche e sul conseguente profilo di rischio dell'azienda.

2. **il numero della generazione coinvolta nell'azienda**, per verificare se nella proprietà e nel board dell'azienda è presente la 1° generazione o quelle successive. L'allineamento degli interessi della famiglia con quelli dell'azienda e l'orientamento verso obiettivi di lungo periodo, potrebbero venire a mancare con la presenza in azienda delle generazioni successive, con conseguente impatto anche sulle scelte strategiche e il profilo di rischio dell'azienda (Sciascia, 2011; Kellermanns et al., 2012).
3. **la percentuale delle azioni possedute dagli investitori istituzionali**, per misurare il peso esercitato da tali soggetti sulle azioni dell'azienda. La capacità degli investitori istituzionali di influenzare le scelte del *management*, può avere un impatto anche sulla scelta del profilo di rischio assunto dall'azienda (Hutchinson et al., 2015).

Sulla base delle precedenti ricerche sul profilo di rischio delle aziende familiari, abbiamo incluso nel nostro modello di regressione lineare due variabili di controllo che possono influenzare l'impatto che le caratteristiche di governance hanno sul profilo di rischio assunto dall'azienda. Nello specifico, facciamo riferimento alle seguenti variabili:

1. **% amministratori indipendenti**, variabile che indica la percentuale di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione dell'azienda. Gli studi in materia di corporate governance hanno riconosciuto il ruolo degli amministratori indipendenti nel monitorare l'azione del management e quindi, anche nella loro capacità di mitigare il livello di rischio assunto dall'azienda (Pugliese et al., 2009).
2. **la dimensione dell'azienda**, variabile espressa in termini di logaritmo delle vendite dell'azienda. Le aziende di grandi dimensioni resistono maggiormente al cambiamento, all'innovazione e quindi sono meno propense al rischio (Sathe, 2003; Huybrechts et al., 2013). Tuttavia, le aziende di grandi dimensioni sono anche in grado di sostenere maggiormente le strategie con elevata rischiosità rispetto alle aziende di piccole dimensioni (Zahra, 2005).

Infine, per testare le nostre ipotesi di ricerca abbiamo utilizzato un modello di regressione lineare, definito come di seguito:

$$RISKPROFILE = \alpha + \beta_1 CEOFAMILY + \beta_2 \%AZFAMILY + \beta_3 CEODUALITY + \beta_4 NUMBERGEN + \beta_5 \%AZINVEST + \beta_6 \%INDDIR + \beta_7 FIRMSIZE + \epsilon_i$$

In appendice (Tabella 1 - <http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) è riportata la descrizione delle variabili.

4. Risultati dell'analisi

Questa sezione presenta i risultati delle nostre analisi empiriche. La Tabella 2 (<http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) riporta alcune statistiche descrittive. La Tabella 3 (<http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) riporta l'analisi di correlazione effettuata sul campione.

Le nostre ipotesi sono state testate mediante un'analisi di regressione lineare, i cui risultati sono sintetizzati nella Tabella 4. I risultati che emergono supportano la nostra prima ipotesi. Infatti, i risultati della regressione mostrano l'esistenza di una relazione significativa e positiva tra il profilo di rischio (RISKPROFILE) e la percentuale di azioni detenute dalla famiglia (%AZFAMILY) e la presenza di un CEO familiare (CEOFAMILY). La relazione invece tra la variabile CEO duality (CEODUALITY) e il profilo di rischio, non è significativa. Tali risultati confermano, parzialmente, la nostra ipotesi, ovvero che la presenza forte della famiglia nella proprietà e nel management, spinge l'azienda ad avere un profilo di rischio più elevato. Per quanto riguarda la seconda ipotesi, la Tabella 4 mostra una relazione positiva, ma non significativa, tra il numero della generazione coinvolta nel business (NUMBERGEN) e il profilo di rischio dell'azienda. Quindi, la seconda ipotesi risulta rigettata. Infine, con riferimento alla terza ipotesi, la Tabella 4 (<http://www.sidrea.it/governance-risk-profile-aziende-familiari/>) mostra che la relazione tra la percentuale di azioni possedute dagli investitori istituzionali (%AZINVEST) e il profilo di rischio dell'azienda è positiva e significativa. Quindi, anche la terza ipotesi risulta confermata: la presenza di investitori istituzionali nella proprietà determina una maggiore propensione al rischio dell'azienda in quanto, obiettivo di tali soggetti è massimizzare il loro investimento.

Per quanto riguarda le variabili di controllo invece, abbiamo una relazione significativa tra la variabile percentuale di amministratori indipendenti (%INDDIR) e la variabile profilo di rischio. La relazione tra le due variabili è negativa quindi la presenza di amministratori indipendenti nel board ha un effetto negativo sul profilo di rischio dell'azienda. Ciò può essere spiegato dal fatto che gli amministratori indipendenti tendono a monitorare l'azione

della famiglia in quanto il loro obiettivo è di evitare che l'azienda si spinga troppo verso strategie caratterizzate da elevata rischiosità, che potrebbero compromettere gli interessi degli azionisti di minoranza.

5. Discussione e conclusioni

In linea con alcuni studi precedenti (Zahra, 2003; 2005; Gomez-Mejia et al., 2007; Eddleston et al., 2008) i nostri risultati dimostrano una relazione positiva tra il coinvolgimento della famiglia nella governance e il *risk profile* dell'azienda. Una presenza forte della famiglia nell'area *del senior management*, assicurata da un CEO familiare, così come una percentuale elevata di azioni detenuta dai membri dello stesso nucleo familiare, porta l'azienda ad assumere un profilo di rischio più elevato.

Possono esistere diverse spiegazioni per questo risultato. Una prima spiegazione è che, in presenza di andamenti non favorevoli dello scenario macroeconomico, un più forte coinvolgimento della famiglia fa sì che le aziende tendano ad assumere maggiori livelli di rischio per poter conseguire migliori risultati economici e finanziari ed assicurare, in tal modo, ai proprietari il mantenimento di saggi di remunerazione adeguati (Davis et al., 1997).

Questa interpretazione fa riferimento all'impatto che condizioni congiunturali e strutturali possono avere sul *risk profile*. In periodi economici non favorevoli, quali quelli esaminati in questo studio (2010-2014), e/o come risposta a cambiamenti strutturali del contesto competitivo in cui le aziende familiari operano, il rischio intrinseco dell'azienda si modifica non necessariamente per perseguire condizioni di superiorità competitiva, ma per salvaguardare il livello di redditività 'ordinaria' dell'azienda, in grado di assicurare agli azionisti una remunerazione adeguata e tendenzialmente stabile nel tempo (Zahra, 2003; Corbetta e Salvato, 2004; Kraiczy, 2013).

Un'altra possibile spiegazione, in linea con i principi della *socioemotional wealth perspective*, fa riferimento all'obiettivo da parte della famiglia di preservare la reputazione e l'immagine dell'azienda (Gomez-Mejia et al., 2007). Questo può avvenire, ad esempio, per effetto di un incremento del valore di mercato azionario a seguito del raggiungimento di risultati superiori rispetto alla media del settore oppure comunicando *pay out ratio* superiori a quelli dei competitor. Questi risultati possono essere ricercati assumendo un livello di rischio maggiore.

La relazione positiva tra la percentuale delle azioni detenute dagli investitori istituzionali e il livello di rischio supporta le conclusioni di altri studi sul tema (Hutchinson et al., 2015), che hanno evidenziato come una percentuale più elevata di azioni nelle mani di questa categoria di investitori,

porti le aziende ad intraprendere strategie più aggressive, per ottenere maggiori *capital gain* nel momento della cessione della partecipazione acquisita.

I risultati confermano, inoltre, il ruolo importante che gli amministratori indipendenti possono esercitare per contenere il livello di esposizione al rischio dell'azienda ed orientarla verso percorsi strategici più prudenti.

Per quanto riguarda il contributo sul piano teorico-concettuale alla crescente letteratura sul profilo di rischio delle aziende familiari, il presente lavoro studia l'influenza che gli investitori istituzionali e un CEO appartenente alla famiglia hanno sul profilo di rischio dell'azienda. Inoltre, svolgendo la nostra analisi sulle aziende familiari italiane, abbiamo colmato il gap evidenziato da Huybrechts et al. (2013) relativamente alla necessità di condurre l'analisi sulla propensione al rischio delle aziende familiari in altri Paesi, data l'importanza che può avere il contesto in cui l'azienda opera.

I nostri risultati, hanno importanti implicazioni anche a livello applicativo. Poiché la valutazione del rischio di un'azienda familiare coinvolge vari interlocutori (banche, società di rating, analisti, investitori potenziali, ecc.), e tali interlocutori sono interessati anche a comprendere i fattori in grado di influenzare i profili di rischio, il nostro lavoro suggerisce che in tale analisi debbano essere prese in considerazione anche le variabili di governance, quali l'identità del CEO, la presenza di investitori istituzionali e la presenza di amministratori indipendenti. Un'ulteriore considerazione riguarda la fase di interpretazione della relazione tra variabili di governance e il profilo di rischio. Un profilo di rischio più elevato in una struttura di governance in cui la famiglia è molto coinvolta può essere sinonimo di una maggiore vitalità imprenditoriale, finalizzata alla creazione e al mantenimento del valore nel lungo periodo.

Inoltre, importante è anche il contributo che gli investitori istituzionali possono dare nell'alimentare il processo di crescita e di sviluppo delle aziende familiari, sia con l'apporto delle risorse necessarie per intraprendere determinate azioni, sia perché sono in grado di incentivare il management nell'intraprendere determinate strategie data la loro capacità di influenzare le scelte future dell'azienda.

Le conclusioni a cui questo studio perviene devono essere analizzate considerando anche le limitazioni che la nostra indagine presenta. Un primo limite riguarda il numero delle aziende esaminate. Il nostro campione è composto da 68 aziende e fa riferimento solamente al contesto italiano. Per poter generalizzare i nostri risultati sarebbe interessante espandere la nostra analisi considerando un numero maggiore di aziende ed includere nell'indagine aziende non quotate oppure imprese familiari di altri Paesi.

Inoltre, sarebbe interessante condurre l'analisi considerando l'influenza che altre variabili di governance possono avere sul profilo di rischio dell'azienda, come ad esempio le caratteristiche personali (socio demografiche, *functional background* ecc.) del CEO o del Chairman, la presenza nel top management team di figure non appartenenti alla famiglia che detiene il controllo dell'azienda. Infine, potrebbe essere utile valutare se i risultati di questo studio sono influenzati dall'andamento del contesto economico in cui è stata condotta l'analisi, per valutare se, ad esempio, anche in periodi di crescita economica le aziende in cui è più forte il coinvolgimento della famiglia presentano un *risk profile* più accentuato o viceversa, se tendono ad assumere profili di rischio più contenuti, come sostenuto dalla maggior parte degli Studiosi di questa tematica.

Bibliografia

- Aldrich, H. E., & Cliff, J. E. (2003). The pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddedness perspective. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 573–596.
- Bertini U. (1987). Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale, *Giuffrè editore*
- Bianchi Martini S. (2009). Introduzione all'analisi strategica dell'azienda, *Giappichelli*
- Brennan N. (2006). Boards of directors and firm performance: is there an expectations gap?. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (6): 577-593
- Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
- Colli A. (2013), Family firms between risks and opportunities: a literature review. *Socio-Economic Review* 11, 577–599
- Colot, O., Bauweraerts, J. (2016). Are Institutional Investors Beneficial to Family Firm Performance? Evidence from the French Stock Exchange, *International Journal of Financial Research*, Vol. 7, No. 2
- Corbetta, G. and Minichilli, A. (2006). 'Board of directors in Italian public family controlled companies'. In Poutziouris, P., Smyrniotis, K. and Klein, S. (Eds), *Family Business Research Handbook*. Northampton: Elgar, 488–500.
- Corbetta, G. and Salvato, C. (2004). Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on "Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28: 355–362. doi:10.1111/j.1540-6520.2004.00050.x

- Corbetta, G., Gnan, L., Montemerlo, D. (2002). Governance Systems and Company Performance in Italian SMEs. Working Paper ISEA, Bocconi University, Milan, Italy.
- Croci, E., Gonenc, H., Ozkan, N., (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in continental Europe. *Journal of Banking & Finance*
- D'Onza G. (2008), Il sistema di controllo interno nella prospettiva del risk management, Milano, *Giuffrè editore*
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22 (1), 20-47.
- Dezzani F. (1971). Rischi e politiche d'impresa. Contenuto e relazioni, A. *Giuffrè*
- Dittmeier C. (2015), La governance dei rischi. Un riferimento per gli organi e le funzioni di governo e controllo. *Egea*
- Eddleston, K., Kellermanns, F. W., & Zellweger, T. (2008b). Corporate entrepreneurship in family firms: A stewardship perspective. Paper presented at the USASBE, San Antonio.
- Essen, M. et al., (2015). How does Family Control Influence Firm Strategy and Performance? A Meta-Analysis of US Publicly Listed Firms, *Corporate Governance: An International Review*, 23(1): 3–24
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Galeotti M., Garzella S. (2013), Governo strategico dell'azienda. *Giappichelli Editore*
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, F. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5, 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Takács Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137.
- Gomez-Mejia, L.R., Makri, M. and Larraza-Kintana, M. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms, *Journal of Management Studies*, 47(2), pp. 223-252.
- Hutchinson, M., Seamer, M., Chapple, L. (2015). Institutional Investors, Risk/Performance and Corporate Governance. *The International Journal of Accounting*, 50, 31–52
- Huybrechts, J., Voordeckers, W. and Lybaert, N. (2013). 'Entrepreneurial Risk Taking of Private Firms: The Influence of a Nonfamily CEO and the

- Moderating Effect of CEO Tenure', *Family Business Review*, Vol. 26, No. 2, pp. 161-179.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kellermans, F. W., Eddleston, K. A., Sarathy, R., & Murphy, F. (2012). Innovativeness in family firms: a family influence perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 85–101. doi:10.1007/s11187-010-9268-5
- Kim, K., Buchanan, R. (2008), CEO Duality Leadership And Firm Risk-Taking Propensity. *The Journal of Applied Business Research*, Volume 24, Number 1.
- Kraczy, N. D., Hack, A. and Kellermans, F. W. (2015). What Makes a Family Firm Innovative? CEO Risk-Taking Propensity and the Organizational Context of Family Firms. *Journal of Product Innovation Management*, 32: 334–348. doi: 10.1111/jpim.12203
- Lamboglia R., D'Onza G. (2013), Un modello di gestione del rischio reputazionale. Dall'identificazione al fronteggiamento, *Management Control*, 3, pp. 7-34.
- La Porta, R., Lopez-de-Salinas, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lundqvist, S. a. (2014). An exploratory study of enterprise risk management: Pillars of ERM. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 29(3), 393–429. doi:10.1177/0148558x14535780
- Martin R.W. Hiebl, (2012). "Risk aversion in family firms: what do we really know?", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 14 Iss 1 pp. 49 – 70
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., Corbetta, G. and Pittino, D. (2014). 'When do non-family CEOs outperform in family firms? Agency and behavioural agency perspectives'. *Journal of Management Studies*, 51, 547–72.
- Miller, D., Minichilli, A. and Corbetta, G. (2013). 'Is family leadership always beneficial?'. *Strategic Management Journal*, 34, 553–71.
- Minichilli, A., Corbetta, G. and MacMillan, I. C. (2010). 'Top management team in family controlled companies: familiness, faultiness, and the impact on financial performance'. *Journal of Management Studies*, 47, 205–22.
- Nakano, Makoto and Nguyen, Pascal (2012). Board Size and Corporate Risk Taking: Further Evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20, Issue 4, pp. 369-387
- Paolini A. (1993). Il controllo strategico. Uno schema d'analisi, *Collana: Studi economico-aziendali E. Giannessi*, Nr. 15, Giuffrè

- Pugliese, A., Bezemer, P.-J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A. J. and Volberda, H. W. (2009), Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17: 292–306. doi:10.1111/j.1467-8683.2009.00740.x
- Rigolini A. (2013). Corporate Entrepreneurship and Corporate Governance, Milano, *McGraw-Hill*
- Sciascia S. (2011), Risorse familiari e risultati aziendali. *Giuffrè editore*
- Sciascia, S., Nordqvist, M., Mazzola, P. and De Massis, A. (2015), Family Ownership and R&D Intensity in Small- and Medium-Sized Firms. *Journal of Product Innovation Management*, 32: 349–360. doi: 10.1111/jpim.12204
- Sciascia, Salvatore, et al. "The Role of Family Ownership in International Entrepreneurship: Exploring Nonlinear Effects." *Small Business Economics* 38.1 (2012): 15-31
- Siebels J. F., Knyphausen-Aufse D. (2012). A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 14, 280–304
- Su W., Lee C. Y., (2013). Effects of corporate governance on risk taking in Taiwanese family firms during institutional reform, *Asia Pacific Journal of Management*, September 2013, Volume 30, Issue 3, pp 809-828
- Tihanyi, L., Johnson, R., Hoskisson, R., & Hitt, M. (2003). Institutional Ownership Differences and International Diversification: The Effects of Boards of Directors and Technological Opportunity. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 195-211.
- Wright, P., Krull, M., Krug, J. A. and Pettus, M. (2007). Influences of top management team incentives on firm risk taking, *Strategic Management Journal*, 28: 81–89. doi: 10.1002/smj.548
- Yong Wang, Panikkos Poutziouris, (2010). "Entrepreneurial risk taking: empirical evidence from UK family firms", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 16 Iss: 5, pp.370 – 388
- Zahra, S. A. (2003). International expansion of U.S. manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 495–512.
- Zahra, S. A. (2005). Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms. *Family Business Review*, 18: 23–40. doi: 10.1111/j.1741-6248.2005.00028.x
- Zattoni A., Gnan L., Morten H. (2015). Does Family Involvement Influence Firm Performance? Exploring the Mediating Effects of Board Processes and Tasks. *Journal of Management*, Vol. 41 No. 4, 1214–1243 DOI: 10.1177/0149206312463936