



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

**Shareholder activism e dissenso degli azionisti: un approccio
configurazionale allo studio della corporate governance**

Dottorato di ricerca in “Management, Banking and Commodity Sciences”

XXX Ciclo

Dipartimento di Management

Facoltà di Economia

Università Sapienza di Roma

Candidato

Nicola Cucari

Matricola 1262143

Supervisor

Prof. Salvatore Esposito De Falco

Tesi discussa l'11 Gennaio 2018 presso il Dipartimento di Management – Facoltà di Economia - Sapienza

Indice

Introduzione	7
Background.....	7
Research Problem.....	9
Contributo e implicazioni	11
Struttura della tesi.....	13
Capitolo 1 – Lo shareholder activism e il voto assembleare	14
1.1. Lo shareholder activism: caratteristiche e finalità.....	14
1.2 Azioni di exit e di voice.....	15
1.3 L’attivismo degli investitori nel mondo e in Italia	19
1.4 Il voto assembleare, il dissenso e la corporate governance: la domanda di ricerca.....	26
Capitolo 2: Theoretical Background e Literature review	31
2.1 Le teorie alla base dello shareholder activism.....	31
2.2 Il diverso contributo della teoria istituzionale	33
2.3. Le determinanti del dissenso: una literature review	36
2.4 Research problem	42
Capitolo 3: L’approccio configurazionale negli studi della Corporate Governance	45
3.1 L’approccio configurazionale: caratteristiche e finalità	45
3.2: L’approccio configurazionale e la corporate governance.....	46
3.2.1 Il concetto di “bundles of corporate governance”	48
3.2.2 I meccanismi di corporate governance	52
3.3 Lo stato dell’arte dell’applicazione della QCA negli studi di Corporate Governance	54
3.4 Considerazioni di sintesi.....	63
Capitolo 4: Metodologia	65
4.1 La Qualitative Comparative Analysis.....	65
4.1.1 Fs/QCA.....	69
4.1.2. Fs/QCA vs metodi di regressione in ottica di corporate governance.....	70
4.2 Campione e variabili.....	71
4.2.1 Campione.....	72
4.2.2. Definizione delle condizioni e dell’outcome	73
4.2.3. Calibrazione e step dell’analisi.....	74
Capitolo 5: Analisi, risultati e conclusioni	77

5.1. Analisi.....	77
5.2: Robustness test	81
5.3 Risultati.....	84
5.4 Discussioni	89
5.5 Conclusioni.....	91
5.6. Limiti e Future ricerche	95
Ringraziamenti	98
Bibliografia	99

Indice delle figure

Figura 1: Quorum medio di partecipazione all'Annual General Meeting	21
Figura 2: Risoluzioni relative alla "remuneration" che hanno ricevuto più del 10% di voto contrari	23
Figura 3: Numero complessivo di campagne attiviste vs numero di attivisti	24
Figura 4: Panoramica mondiale delle campagne di attivismo, anno 2017.....	24
Figura 5: Le tematiche oggetto delle campagne attiviste nella proxy season 2017	25
Figura 6: Numero di società oggetto di campagne attiviste nel 2015 e nel 2016	25
Figura 7: Un approccio organizzativo alla corporate governance	35
Figura 8: Una classificazione dei meccanismi di Corporate Governance	53
Figura 9: Numero di articoli che utilizzano la QCA suddivisi per disciplina, anno 2006-2014.....	55
Figura 10: Sviluppo cronologico di articoli che applicano la fs/QCA in Business & Management Research	55
Figura 11: Mappa dei documenti in base all'accoppiamento bibliografico	62
Figura 12: Mappa dei Journal in base all'accoppiamento bibliografico	63
Figura 13: Fasi per l'applicazione della QCA	68
Figura 14: Risultati analisi QCA.....	80
Figura 15: Robustness test – Calibrazione diversa	82
Figura 16: Robustness test – Basso Dissenso	83
Figura 17: Robustness test – Dissenso Medio	84

Indice delle Tabelle

Tabella 1: Paesi europei che hanno adottato il Say on Pay.....	27
Tabella 2: Principali differenze tra la teoria dell’Agenzia e Teoria Istituzionale.....	34
Tabella 3: Sintesi di alcuni lavori basati sul concetto di bundle of corporate governance.....	50
Tabella 4: Lista paper post filtraggio.....	57
Tabella 5: Criteri utilizzati per l’analisi dei paper e risultati dell’analisi.....	58
Tabella 6: Campione di indagine.....	72
Tabella 7: Calibrazione delle variabili.....	75
Tabella 8: Tecniche di calibrazione.....	75
Tabella 9: Statistiche descrittive Francia.....	77
Tabella 10: Statistiche descrittive Spagna.....	77
Tabella 11: Statistiche descrittive Italia.....	78
Tabella 12: Analisi delle condizioni necessarie.....	79

Introduzione

Background

La corporate governance rappresenta un campo di ricerca interdisciplinare molto dinamico che si è evoluto notevolmente dalla pubblicazione di Berle e Means del 1932, fino a diventare uno dei topic più ricercati dagli studiosi di management (Tihanyi et al., 2014, p. 1536). A partire dalla metà degli anni '90, si è discusso molto, in ambito accademico, della convergenza dei sistemi di corporate governance; alcuni studiosi hanno sottolineato la tendenza agli standard anglo-americani dei sistemi europei (ad esempio, Denis e McConnell 2003; Zattoni e Judge, 2012); altri hanno sostenuto che non solo la corporate governance europea converga verso standard americani, ma che anche la stessa corporate governance statunitense abbia diversi elementi, sotto svariati aspetti, convergenti agli standard europei (Thomsen, 2003), tanto che si può parlare di una reciproca convergenza. Tali cambiamenti indicano che è sempre più rilevante analizzare ed osservare le configurazioni delle pratiche di governance, non solo a livello nazionale, ma anche a livello di singola impresa.

In effetti, recenti contributi (Aguilera et al., 2012, Ward et al., 2009) mostrano che i diversi meccanismi di corporate governance possono apparire inefficaci, se indagati individualmente, al contrario esercitano impatti interessanti sui risultati in combinazione con altri meccanismi di corporate governance (interni ed esterni). Ne consegue che individuare una “*one best way*” in tema di corporate governance è un compito arduo in quanto specifici meccanismi saranno efficaci solo in determinate combinazioni e ambienti. Cambiamenti nella corporate governance sono riscontrabili in modo significativo con riferimento alla shareholder activism, “*a relatively young and vibrant field*” (Goranova e Ryan 2014). Lo shareholder activism, inteso come azionisti, che avviano delle attività per influenzare direttamente, o indirettamente le decisioni del board, ha come principale obiettivo quello di assicurare una sostenibilità, anche finanziaria, a lungo termine e un rapporto duraturo tra l’investitore e la società di cui detiene le quote. Difatti è diffusa l’opinione, che ritiene gli investitori “passivi” responsabili degli eventi della recente crisi finanziaria e di essere diventati dei “padroni di casa assenti” (Randazzo, 2011) dimenticando dunque il ruolo di controllo, che possono assumere nei confronti degli amministratori, a tutela delle minoranze. Negli ultimi anni l’Unione Europea (UE) ha incoraggiato l’adozione di politiche societarie improntate ad una maggiore partecipazione di tutti gli azionisti (Alvaro e Lupini, 2013); ne è un esempio il “Piano d’Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili”, mediante il quale la Commissione europea ha voluto esporre le future linee di azione da perseguire, sia con riferimento alla corporate governance delle società quotate, sia in quello del diritto

societario. Aumento della trasparenza delle società relativamente alle politiche adottate per assicurare la diversità all'interno dell'organo di amministrazione e alla gestione dei rischi non finanziari, aumento della trasparenza delle politiche retributive e delle singole remunerazioni degli amministratori, nonché riconoscimento del diritto di voto agli azionisti sulla politica retributiva e sulla relazione relativa alle retribuzioni, rafforzamento del controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate, introduzione di norme operative adeguate sui consulenti in materia di voto (proxy advisor), nell'ottica di un miglioramento della trasparenza e dei conflitti di interesse sono solo alcune delle più recenti novità. Pertanto l'attivismo degli azionisti e il monitoraggio da parte degli stessi sono al centro del dibattito della corporate governance (Van der Elst, 2011), riconoscendo nell'attivismo stesso una forza dirompente. I dati e le situazioni aziendali dimostrano che l'attivismo degli azionisti sia aumentato in misura notevole negli ultimi anni (anche nel contesto italiano) e ora svolge un ruolo importante nella definizione della corporate governance delle società. Ciò ha evidenziato nuove problematiche (come facilitare o meno l'attivismo) e questioni (creazione di valore più a breve o a lungo termine per tutti gli azionisti) che occorre tenere in considerazione sia in un'ottica di dialettica societaria sia di *policy maker*.

Partendo da tali considerazioni lo scopo del presente lavoro è quello di esaminare la letteratura esistente sul tema dello shareholder activism, soffermandosi sull'importanza della direzione del voto (assenso o dissenso); e verificare l'esistenza di una configurazione di corporate governance che determini un elevato dissenso. Del resto, come si avrà modo di notare, si ritiene che in contesti concentrati come quelli latini il meccanismo di voce più semplice per gli azionisti è la possibilità di votare in assemblea. Ne consegue che il voto degli azionisti in assemblea esprime una valutazione del *set-up* dell'intera corporate governance della società, poiché il voto degli azionisti funge da segnale per le preferenze degli azionisti rispetto a specifiche scelte strategiche e gestionali. Date queste premesse, la tesi si pone la seguente domanda di ricerca: è possibile individuare una configurazione di governance che determini un maggiore attivismo societario, inteso come maggiore livello di dissenso, e di conseguenza qual è la combinazione di fattori interni ed esterni che determinano il voto degli azionisti?

I risultati del voto dipendono da diversi fattori in alcuni casi tra loro contrastanti. Si è, dunque, voluto sperimentare se l'adozione di un approccio basato sulle configurazioni potesse individuare e chiarire meglio alcuni aspetti contraddittori delle determinanti del voto degli azionisti.

Research Problem

Da tempo i ricercatori sono interessati a quali possono essere i fattori, che facilitano la comprensione della composizione ed efficacia dei consigli di amministrazione e più in generale dell'intera corporate governance. Un tema dominante è da sempre il rapporto tra consiglio di amministrazione e performance anche se i risultati risultano contrastanti. In questo lavoro, l'attenzione è posta ad una variabile unica e poco analizzata, quale il dissenso degli azionisti sulle politiche di remunerazione. In generale, si ritiene che quando gli azionisti sono insoddisfatti, essi possono dimostrare tale dissenso mediante il voto in assemblea. Tuttavia tale tema ha ricevuto poca attenzione dalla letteratura. A fronte però di un nuovo e diverso attivismo societario, come si avrà modo di vedere nel capitolo 1, anche l'esito del voto (dissenso o assenso) sulle politiche di remunerazione e il relativo comportamento degli azionisti nelle assemblee annuali sono divenuti una preoccupazione fondamentale per i ricercatori nel campo della corporate governance. Soprattutto con riferimento a specifiche tematiche, quali appunto le politiche di remunerazione, le novità legislative (legge say on pay) hanno dato nuova linfa agli studi sul dissenso societario. Il say on pay, infatti, fornisce un chiaro strumento agli azionisti, per esprimere le proprie opinioni sulle politiche di remunerazione e di conseguenza spinge a monitorare e incentivare gli amministratori delegati nel fornire performance migliori. In questo lavoro e nell'analisi empirica del capitolo 5, si è inteso il voto sulle politiche di remunerazione (say on pay) come un voto sull'intera corporate governance delle società, ritenendo che lo stesso possa produrre effetti sia diretti che indiretti. Ciò premesso, e rispondendo alla domanda di ricerca posta, la tesi si focalizza sull'individuazione di una configurazione di elementi, che possano essere considerati determinanti/driver dell'esito del voto degli azionisti. Si è voluto individuare infatti quelle configurazioni di governance non soddisfacenti, che sono associate ad un elevato dissenso, in modo che, in tali situazioni, il voto degli azionisti assuma particolare importanza, perché evidenzia carenze di governance. Così facendo, si esplorano le caratteristiche delle società che guidano la "voce degli azionisti". Il tema del "say on pay activism" è stato solo di recente studiato e si possono individuare differenti filoni, ma pochi sono gli studi che indagano le determinanti del voto. Ne consegue l'originalità del lavoro, che si focalizza principalmente su due aspetti principali: il voto assembleare come meccanismo di "voice" dell'attivismo e come essa dipende dalla struttura di corporate governance di un'impresa. Come la corporate governance possa influenzare l'*outcome* aziendale costituisce una linea estremamente feconda di indagine e molte sono state le ricerche sull'importanza del legame tra caratteristiche della corporate governance e risultato aziendale.

Tematica sulla quale si è avuto già modo di presentare e pubblicare alcuni contributi scientifici¹. Una delle caratteristiche maggiormente analizzate è la struttura del consiglio di amministrazione, poiché “*il carattere delle imprese nei prossimi anni sarà deciso, in larga misura, sul modo in cui i consigli di amministrazione possono migliorare la propria efficacia*” (Bird et al., 2004, p. 132). A tali concetti si collega il forte e incessante dibattito sulla qualità della corporate governance. La definizione di cosa possa essere una “buona corporate governance” è soggetta a discussioni da lungo tempo e pone anche domande di tipo etico e morale. Come osserva Donaldson (2012), la natura e la struttura del mondo non sono di per sé cattive o buone, né possono essere “riformate”. Sono cattive o buone solo in relazione ai valori umani. Ciò è emerso in maniera chiara nelle situazioni di scandali societari e nella più recente crisi finanziaria. Se poi si tiene conto della complessità dei fenomeni organizzativi e dei valori umani sottostanti ad un’organizzazione aziendale, si comprende facilmente che non esiste una “formula magica” per una struttura di governance perfetta o di “buona governance”, perché ogni impresa ha le sue specifiche esigenze e idiosincrasie, a seconda del paese, della cultura, della storia, delle persone e così via. Una pratica di corporate governance efficace in un contesto potrebbe non avere lo stesso risultato in un altro contesto e di conseguenza non esiste un singolo modello di *good corporate governance*. Ciò nonostante, nel tempo, una fondamentale questione per i ricercatori è stata e continua ad essere quella di identificare la relativa importanza di fattori interni e/o esterni, che possano influenzare l’efficacia della corporate governance e il suo approccio alla creazione di valore. Elementi quali la concentrazione proprietaria, composizione del board, attività dei singoli comitati e variabili di natura economico-finanziaria sono da sempre analizzati come “ingredienti” di una “buona” governance. Seguendo questa *inquiry*, la tesi adotta un framework di analisi di tipo configurazionale che si basa sull’assunzione che le componenti della corporate governance dovrebbero essere studiate, tenendo conto della loro interrelazione e, quindi, della possibilità che i diversi meccanismi di governance siano sostitutivi. In altre parole, quando un meccanismo viene utilizzato maggiormente, altri potrebbero essere utilizzati in misura minore. La ricerca configurazionale è basata, infatti, sull’idea che non è possibile applicare un approccio olistico e che di conseguenza il sistema di governance di un’impresa non può essere compreso in maniera isolata. Per tale motivo, la tesi, secondo questa ottica, genera tipologie e tassonomie di corporate governance che derivano empiricamente e che possano essere sviluppate concettualmente. L’assunto di base è che la qualità della corporate governance influenza il comportamento degli azionisti, ma tale

¹ Si fa riferimento al contributo presentato al convegno AIDEA 2015, che è stato selezionato per la pubblicazione negli atti di convegno (Borgonovi E., Aiello G., Fellegara A.M. (a cura di), Sviluppo, sostenibilità e competitività delle aziende. Il contributo degli economisti aziendali, Atti XXXVII Convegno AIDEA, Il Mulino, 2017) e da Rivista Bancaria – Minerva Bancaria (Esposito De Falco et al., 2016)

influenza non è lineare. Questo approccio favorisce una crescente attenzione al concetto di “*bundle of corporate governance*”.

Contributo e implicazioni

Se si intende la corporate governance come il modo in cui le società sono dirette, gestite e controllate, si comprende bene come essa possa assumere diverse forme. Tema centrale della corporate governance resta, però, l’impatto che la stessa esercita nella creazione di valore. Comprendere perché le imprese adottano o non adottano determinate pratiche di corporate governance; e in che modo la corporate governance può contribuire alla creazione di valore per l’impresa, sono temi da sempre studiati e di grande importanza per la *practice* (Huse, 2007). In questo senso, la tesi vuole contribuire alla nascente letteratura sulle determinanti del dissenso societario e documenta che i fattori di governance sono determinanti per il dissenso societario (ad esempio, Conyon, 2016). In effetti, i risultati individuano configurazioni di governance soddisfacenti e non soddisfacenti, ovvero volte ad un maggiore o minore consenso da parte degli azionisti. In questo modo si è cercato di identificare una “buona” e “cattiva” corporate governance. Inoltre, i risultati suggeriscono la necessità di allontanarsi da modelli di analisi incentrati su “*un effetto indipendente*”, in quanto limitano la comprensione di come possono operare i meccanismi interni ed esterni della corporate governance. Andando oltre i classici metodi e approcci, l’approccio configurazionale, qui utilizzato, ha permesso di identificare come i meccanismi della corporate governance, combinati tra loro, influenzino in maniera differente il comportamento degli azionisti (espresso tramite il voto in assemblea) ed i risultati sottolineano l’importanza di effetti combinati che aumentano, o sopprimono l’effetto di una determinata variabile sull’esito finale. Nel sostenere ciò, il lavoro risponde ad alcune domande e spunti di ricerca proposti recentemente dalla letteratura, i quali auspicano l’utilizzo di approcci diversi come “*set theoretical methods and configurational approaches*”. Un contributo rilevante di tale lavoro, infatti, risiede nell’aver indagato in ottica configurazionale gli “ingredienti” che determinano il dissenso. Per far ciò, si è utilizzata la qualitative comparative analysis (QCA), una metodologia che ha trovato di recente applicazione nel campo degli studi del management e nell’ambito della corporate governance (come si vedrà nel paragrafo 3.3). L’obiettivo della QCA è quello di spiegare il verificarsi di un determinato esito (in termini di presenza o assenza di una determinata proprietà) a partire dal confronto tra le differenti configurazioni di condizioni logiche (le variabili indipendenti), che

caratterizzano i casi dove l'esito si è verificato e quelli in cui non si è realizzato. Le proprietà della QCA hanno permesso di superare alcuni limiti dei tradizionali metodi quantitativi, che solitamente vengono utilizzati negli studi della corporate governance e che hanno portato a risultati contrastanti. La possibilità, invece, di attribuire ad ogni caso un punteggio di appartenenza ad una configurazione rende la fuzzy set QCA una tecnica ideale nello studio della corporate governance e nell'individuazione di *idealtipi*. L'analisi ha dimostrato che non esiste un'unica "ricetta" di governance, ma esistono diversi fattori che possono spiegare un elevato dissenso. Più nel dettaglio, l'analisi e i test effettuati individuano quattro strutture di governance "inefficaci" o "non soddisfacenti", confermando che i fattori interni ed esterni si combinano in maniera differente nel determinare l'elevato dissenso, e che i fattori interni appaiono maggiormente importanti. Diverse le implicazioni pratiche. I risultati potrebbero essere utili per gli Advisor, in ambito di corporate governance, perché forniscono idealtipi di buona o cattiva governance che portano ad un basso o elevato dissenso. Anche le società potrebbero giovarsene, poiché potranno tendere, o allontanarsi dagli idealtipi individuati. Se, ad esempio, gli amministratori della società o gli azionisti di controllo sono interessati ad un maggior attivismo, essi avranno un modello a cui ispirarsi e, quindi, potranno mettere in atto modifiche alla propria governance. Tuttavia preme sottolineare che una pratica (intesa come "fascio di meccanismi") può essere considerata "best practice" solo in funzione della presenza, assenza e soprattutto intensità di altre "practices". *Last but not least*, il lavoro propone un contributo metodologico agli studi della corporate governance poiché combina aspetti qualitativi e quantitativi, considerato da sempre un forte limite degli studi di corporate governance, troppo basati su approcci quantitativi. Così facendo, si cerca di andare oltre i modelli di regressione, ritenendo che la realtà sociale e la dinamica societaria possano comprendere più di una combinazione di fattori per spiegare un esito. Si è dimostrato che la tecnica QCA negli studi della corporate governance è solo agli albori e che è utilizzata da una nicchia di autori. Pertanto la tesi vuole incoraggiare gli studiosi ad approfondire il dibattito sullo shareholder voting utilizzando non soltanto la tecnica, ma anche un approccio qualitative comparative analysis.

Struttura della tesi

Il presente lavoro è strutturato nel modo seguente.

Nel primo capitolo viene analizzato il contesto di analisi, ovvero lo shareholder activism, evidenziando quali meccanismi di voice ed exit gli azionisti possono utilizzare per influenzare le decisioni e le scelte strategiche del consiglio di amministrazione. Partendo dai cambiamenti dettati dalla direttiva Shareholders' rights, si evidenzierà la portata innovativa del regolamento sul Say on Pay quale strumento di voice, che consente di esprimere un parere (assenso o dissenso) sulle politiche di remunerazione e non solo.

Nel capitolo 2 viene presentato il theoretical background condotto attraverso una rapida descrizione delle principali teorie che spiegano il dissenso societario, quali ad esempio l'institutional theory in luogo dell'agency theory. Si prosegue con un'accurata literature review sul tema delle determinanti del dissenso, che porta alla definizione di alcune personali considerazioni che guideranno l'analisi empirica.

Nel capitolo 3 si descrive l'approccio configurazionale come strategia di ricerca e metodologia promettente nel campo della corporate governance. Da un lato, si evidenzia il motivo per cui un approccio di questo tipo può essere utile e quali sono i contributi e le implicazioni teoriche apportate negli studi della corporate governance. Dall'altro, l'analisi si sofferma sull'applicazione della Qualitative Comparative Analysis, tecnica che ha permesso una "rinascita" del pensiero configurazionale ed è stata progettata per concettualizzare e analizzare la complessità causale sottesa a molti fenomeni organizzativi, tra i quali segnatamente quelli relativi alle dinamiche relative al governo societario.

Il capitolo 4 presenta in dettaglio la metodologia utilizzata e le sue principali caratteristiche. Si sottolinea perché una tecnica di questo tipo e in particolare la fuzzy set QCA è adatta allo scopo dell'analisi, descrivendone sia gli step dell'analisi che il processo di calibrazione delle variabili. Successivamente si presenta il campione di indagine costituito da 51 società appartenenti al FTSE MIB, CAC 40 e IBEX 35 e le variabili di indagine.

Il capitolo 5 chiude la trattazione presentando l'analisi, i risultati e le conclusioni. Dapprima viene presentata l'analisi empirica svolta e i relativi *robustness tests* effettuati. I risultati vengono poi interpretati e discussi, anche mediante un confronto con la letteratura. Infine le conclusioni riepilogano quanto fatto ed evidenziano i diversi contributi ed implicazioni, nonché limiti del presente lavoro.

Capitolo 1 – Lo shareholder activism e il voto assembleare

1.1. Lo shareholder activism: caratteristiche e finalità

Shareholder activism è la locuzione comunemente utilizzata per indicare una serie di attività poste in essere da uno o più azionisti (generalmente di minoranza), all'interno di una determinata società (per lo più quotata), nel tentativo di influenzarne le scelte, le attività, la gestione così da ottenere qualche cambiamento nelle politiche attuate. In questo modo l'azionista esercita i propri diritti sociali, quali in primo luogo il voto in assemblea, e svolge un'attività di controllo delle scelte aziendali (Sjöström, 2008).

Diverse sono le definizioni fornite dalla letteratura, secondo Low (2004), lo shareholder activism è una modalità utile agli azionisti di minoranza per “incrementare lo shareholder value nel lungo periodo”. Gillian e Starks (2007) associano, invece, lo shareholder activism all'azionista, che tenta di cambiare lo status quo, manifestando la sua contrarietà (voice), senza dar luogo ad un cambiamento nel controllo dell'impresa. Ancora Sjöström (2008) definisce questo fenomeno come l'utilizzo della quota azionaria posseduta dagli azionisti per influenzare attivamente le politiche e le prassi della società.

Lo shareholder activism può essere esplicitato sia da un singolo investitore di minoranza, un “*corporate raide*”, sia da soggetti che detengono maggiori quote societarie, investitori istituzionali. Sul punto è dato evidenziare come la concentrazione proprietaria possa avere un impatto significativo sul monitoraggio e sulla governance della società. Tuttavia, non tutte le categorie di azionisti sono in grado o hanno le risorse necessarie per mettere in atto tali attività ed è per questo motivo che, solitamente, ci si riferisce all'attivismo di una specifica categoria di soci: gli investitori istituzionali². Tali soggetti, infatti, considerate le dimensioni abbastanza cospicue del patrimonio gestito, non solo sono interessati a monitorare e influenzare il governo dell'impresa mediante una partecipazione

² Borsa Italiana definisce l'investitore istituzionale come “l'intermediario la cui attività caratteristica è quella di investire un patrimonio per conto di un soggetto che si trova in surplus finanziario”. Rientrano in tale categoria gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che, a loro volta, possono essere fondi comuni di investimento costituiti e gestiti da Società di Gestione del Risparmio, o SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile); i Fondi pensione; le Compagnie di assicurazione; i Fondi Comuni di Investimento, gli Hedge Fund, i Private Equity e Sovereign wealth Fund.

maggiore all'interno delle assemblee, ma dispongono anche di risorse e competenze necessarie ad implementare adeguati sistemi di monitoraggio.

Lo shareholder activism si caratterizza in maniera specifica in ciascuno dei seguenti aspetti:

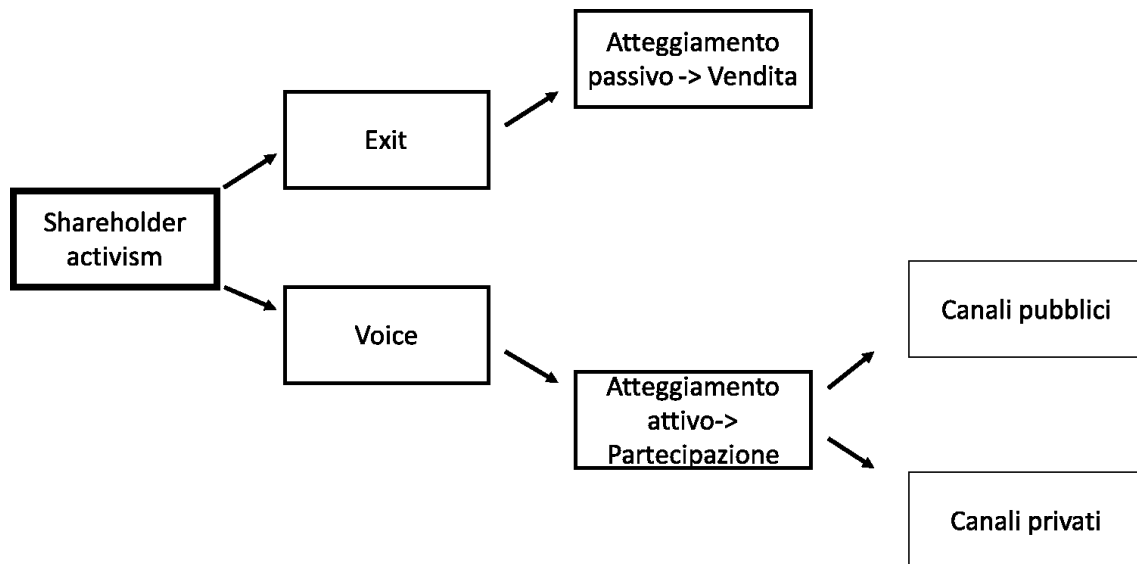
- *Motivazione*: presenza di una forte spinta motivazionale sia di natura finanziaria/imprenditoriale che sociale (Judge et al., 2010). Nelle motivazioni di natura finanziaria/imprenditoriale (Klein e Zur, 2009) rientrano questioni che generano valore per gli azionisti o questioni di governance, come ad esempio la remunerazione dei dirigenti (Cai e Walkling, 2011) e la composizione e struttura del consiglio di amministrazione (Ertimur et al., 2010). Nelle motivazioni di natura sociale rientrano questioni di equità economico-sociale, che danno maggiore importanza ai risultati aziendali ed alle relazioni con gli stakeholders (ad esempio si valuta l'impatto ambientale della società oppure, nel caso dei fondi pensione, si focalizza l'impegno su questioni sociali riguardanti il benessere dei dipendenti). La maggior parte delle forme di attivismo sociale sono mosse da organizzazioni non governative (Logsdon e Van Buren, 2008);
- *Obiettivo degli azionisti*: L'obiettivo degli azionisti può essere difensivo oppure offensivo; nel primo caso gli investitori sono insoddisfatti delle performance, o della governance della società in cui detengono pacchetti azionari e si adoperano per apportare delle modifiche al fine di tutelare il proprio investimento. L'attivismo offensivo si verifica, invece, quando gli investitori istituzionali acquistano azioni con il solo obiettivo di effettuare cambiamenti organizzativi e strategici per massimizzare i rendimenti degli azionisti (Armour e Cheffins, 2012);
- *Costi da sopportare*: l'attivismo degli azionisti può essere high-cost o low-cost. L'attivismo *high-cost* è messo in atto da azionisti di minoranza che detengono partecipazioni rilevanti, come appunto gli investitori istituzionali. L'attivismo low-cost può essere messo in atto anche da azionisti che non possiedono ingenti risorse e consistono in iniziative "meno costose" (come proposte di voto in assemblea, negoziazioni private, proteste tramite consiglieri di minoranza, campagne just vote no). Ovviamente tali iniziative, se messe in atto da investitori istituzionali o da azionisti che detengono partecipazioni rilevanti, sono di gran lunga più efficaci.

1.2 Azioni di exit e di voice

Lo shareholder activism può essere esercitato attraverso la "scrittura di lettere, il dialogo con la direzione aziendale o il consiglio d'amministrazione, la presentazione di domande aperte in assemblea e la presentazione di proposte ufficiali degli azionisti" (Sjöström, 2008, p.142). In generale, gli

azionisti possono assumere, nei confronti degli impegni societari istituzionali (per esempio, assemblee ordinarie e straordinarie), un ruolo attivo o passivo, mettendo in atto azioni di tipo exit (*selling shares*) e/o voice (*communicating with management*) (Hirschman, 1970) (Figura 1).

Figura 1: Le forme dello shareholder activism



Fonte: Elaborazione Propria

Voice significa che gli azionisti mirano a fare sentire la propria voce all'interno della società. L'intervento può essere determinato da varie motivazioni (quali il raggiungimento di un maggior valore della società e/o motivazioni sociali), ma può costituire anche un campanello d'allarme nei confronti, prima di tutto, del management ed, eventualmente, degli altri azionisti, nel caso in cui la società abbia iniziato una fase di declino. Per quando concerne i meccanismi di voice, questi possono essere classificati in strumenti:

- Diretti: esercizio del diritto di voto in assemblea, organizzazione di incontri con il management, realizzazione di campagne “just vote-no”;
- Indiretti: attraverso il mercato finanziario, con la mancata sottoscrizione di aumenti di capitale (si veda il recente caso su Monte dei Paschi di Siena³);

³ Come riporta la nota della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A del 22 Dicembre 2016, l'operazione di aumento di capitale, lanciata il 19 dicembre 2016, non si è conclusa con successo poiché “non si sono concretizzate manifestazioni di interesse da parte di *anchor investor* disponibili a effettuare un investimento rilevante nella Banca, circostanza che ha influito negativamente sulle decisioni di investimento degli investitori istituzionali limitando significativamente gli ordini di sottoscrizione”.

- Personali: in questo caso il destinatario dell'intervento è un organo o un esponente ben identificato;
- Impersonali: destinatario dell'intervento è l'impresa nel suo complesso;
- Informali: nel tempo si crea una relazione di partnership con il management, con il quale ci si confronta e collabora, senza rendere pubblica la propria opinione, oppure si può negoziare con lo stesso per cercare di conseguire determinati obiettivi o, ancora, si possono esercitare delle pressioni sugli organi di governo aziendale per tutelare i propri interessi;
- Formali: pubblicizzando la propria opinione attraverso comunicati stampa o, in casi limite, abbandonando la società (Esposito De Falco, 2014 p. 195-196).

Circa le tipologie di azioni di voice, si annoverano:

- Colloqui diretti con il management, amministratori della società o altri azionisti: solitamente tali discussioni sono di natura privata e non rese pubbliche (“dietro le quinte”). Sebbene di carattere privato, tali incontri costituiscono la premessa di una relazione a più lungo termine che può essere migliorata mediante un engagement continuo e finalizzato ad una massimizzazione del valore per tutti gli azionisti, con effetti pubblici notevoli;
- Campagne *vote-no*: si caratterizzano per la presenza di un investitore, o di una coalizione di investitori, che sollecitano altri azionisti a votare contro l'elezione di uno o più amministratori, in segno di insoddisfazione circa l'operato del management. L'efficacia di tali campagne ha impatti sulla reputazione dell'impresa. Sindacando l'operato degli amministratori, si tende a danneggiare la reputazione e, di conseguenza, l'immagine del management e dell'impresa tutta. La conseguenza di tale azione può concretizzarsi in una risposta negativa del mercato che, determinando una diminuzione del valore dell'azione, di fatto tende ad esercitare una pressione indiretta sul management, che sarà costretto ad ascoltare il voice degli azionisti (Crocì, 2011);
- *Shareholder proposal*: il sostegno alle proposte presentate, mediante voti espressi in assemblea, risulta dipendere da diversi fattori, tra cui: il problema affrontato dalla singola proposta, l'identità del soggetto che presenta la proposta, nonché da altri fattori relativi alla struttura della governance della società (Gillan e Starks, 2007);
- *Proxy fight* (o *proxy contest*): tale tipologia di voice può essere definita come la battaglia attraverso la quale una società o un gruppo di azionisti tenta di acquisire il controllo di una società, raccogliendo le deleghe di voto dagli azionisti esistenti tramite meccanismi di sollecitazione. In questa direzione negli ultimi anni si è incrementata la presenza dei proxy

solicitor⁴, specializzati nel sollecitare le deleghe degli azionisti su proposte che si intendono far passare. In Italia, il primo caso di *proxy fight* si registra nel 2011 con Salini e Impregilo⁵. Le proxy fight si differenziano a seconda dell'obiettivo che si vuole raggiungere. Ad esempio, le proxy fight possono essere attuate per sostituire tutti o una parte degli amministratori del Board (risultando, in questi casi, molto efficaci), oppure riguardare altri problemi di corporate governance (Fos e Tsoutsoura, 2014); al pari delle takeover ostili⁶, le proxy fight hanno un costo considerevole, non sempre sostenibile da tutte le categorie di azionisti. A ciò si aggiunge che il successo di tali iniziative non è sicuro, dipendendo dall'efficacia della coalizione di comando nel reagire ad essa. Tuttavia può servire per richiamare attenzione sulle proposte fatte, dimostrando che non si intendono subire passivamente le decisioni della maggioranza (McCahery et al., 2016);

- Voto e partecipazione in assemblea: Il voto degli azionisti è un aspetto fondamentale del governo societario, anche se è ancora dibattuto, in letteratura, se il voto su singoli topic sia un efficace meccanismo di governance (Becht et al., 2016). Qui preme evidenziare che il diritto di voto è il mezzo principale mediante il quale il socio può far valere il proprio potere di controllo (e di voice) sull'operato del CdA ed eventualmente manifestare la propria insoddisfazione (Barral, 2012). Su tale strumento di voice si ritornerà più approfonditamente nel par. 1.4.

Le azioni di exit sono in genere intraprese da quegli di azionisti, che reagiscono con un comportamento “passivo” nei confronti delle scelte del management e della maggioranza. Piuttosto che ricorrere ad azioni persuasive, questi preferiscono disinvestire le proprie quote azionarie. Costoro, possedendo una capacità molto limitata di influenzare il consiglio di amministrazione, preferiscono dimostrare il proprio dissenso uscendo dal capitale della società⁷. In questo senso il meccanismo di uscita può essere considerato una fase successiva alla voice, oppure può essere usato direttamente come minaccia ex ante. Gli effetti dell'exit dipenderanno dalla tipologia di azionisti che la metteranno

⁴ Proxy Solicitor sono società di consulenza che forniscono un'ampia gamma di servizi alle società: dai consigli su modifiche regolamentari fino alla sollecitazione vera e propria.

⁵ Nonostante il tentativo del gruppo Gavio di invalidare alcune deleghe sollecitate, in sede assembleare la Salini ottenne il 51,01% dei voti a favore grazie al sostegno del fondo Amber Capital e soprattutto di tanti piccoli azionisti (circa 1,6%).

⁶ Una scalata ostile si verifica quando una società per azioni, incorporante, tenta un'acquisizione o una fusione di un'altra società, di destinazione, contro la volontà del consiglio di amministrazione, e di solito anche della gestione, della società bersaglio.

⁷ Si pensi, a titolo di esempio, al recente caso Ryanair, la nota compagnia aerea low cost. Nel maggio 2017 ben sette grandi fondi pensione europei, che gestiscono in tutto 300 miliardi, hanno venduto le azioni Ryanair per i dubbi sulle controversie giudiziarie riguardo ai contratti di lavoro. Tra i fondi si annoverano Atp (il più grande fondo danese) e Folksam (un altro investitore istituzionale svedese). In particolar i fondi danesi contestano alla compagnia alcune controversie sui diritti dei lavoratori e per tale motivo hanno inserito la società in una “black list” dove non investire per motivi etici.

in atto. È infatti meno grave l'uscita di un piccolo azionista rispetto all'uscita di un'azionista *blockholders*, ovvero detentore di grosse partecipazioni all'interno della società. L'uscita di un'azionista di questo tipo genererebbe un segnale negativo al mercato, con effetti sul valore delle azioni⁸. A volte, anche la sola minaccia di uscita è sufficiente a far attivare il management. Tuttavia è da sottolineare che un'azione di questo tipo trova maggiore utilizzo ed efficacia solo in società più liquide (Edmans, 2016). La strategia di *exit*, che sia la sola minaccia, o l'uscita vera e propria, rappresenta un segnale negativo per la società, trasmesso in modo indiretto, tramite il meccanismo di mercato.

Secondo Hirschman (1970), le modalità di *voice* e di *exit* sono strettamente collegate tra loro ed è difficile dire a priori quale risulti migliore o peggiore. L'efficacia delle singole modalità dipenderà anche dalla fedeltà (*loyalty*) dell'investitore. È possibile distinguere due tipologie di investitori sulla base della fedeltà: investitori transitori e investitori dedicati (Bushee, 1998). Gli investitori transitori sono investitori, che diversificano il loro investimento con una bassa partecipazione nelle società e risultano poco fedeli, ovvero preferiscono l'*exit* alla *voice*. Gli investitori dedicati si concentrano su specifiche aziende e la loro partecipazione è relativamente alta. Pertanto, per costoro l'uscita è più costosa, a causa dell'elevata quota di partecipazione, che impedisce loro di trarre profitto dai movimenti di prezzo nel breve termine. Ma per tali soggetti anche la sola minaccia di uscita avrà maggiore efficacia (Pacces, 2016).

1.3 L'attivismo degli investitori nel mondo e in Italia

Il maggiore attivismo degli azionisti, riscontrato negli ultimi anni, è dettato da due ordini di fattori:

1. Spinta normativa: intensa attività normativa⁹ e adozione di nuove norme, quali la "Shareholder's Right" e "Say on Pay";
2. Spinta socio-culturale: cambiamento dell'atteggiamento degli investitori istituzionali che, a seguito delle recenti crisi finanziarie, appaiono sempre più contraddistinti da logiche e comportamenti orientati al lungo periodo.

⁸ Ciò avviene laddove vi è un più efficiente market for corporate control, mentre risulta più difficile in contesti ad elevata concentrazione proprietaria, dove l'azionista di controllo potrebbe sopportare un exit massiccio (Bianchi, 2013).

⁹ Si veda, ad esempio, il Piano di Azione 2003 (Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo dal titolo "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire" COM(2003) 284 definitivo), 2012 (Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni - Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili), nonché diverse edizioni di Green Paper. Per una disamina dettagliata si rimanda a Dijkhuizen (2015) e Alvaro e Lupini (2013).

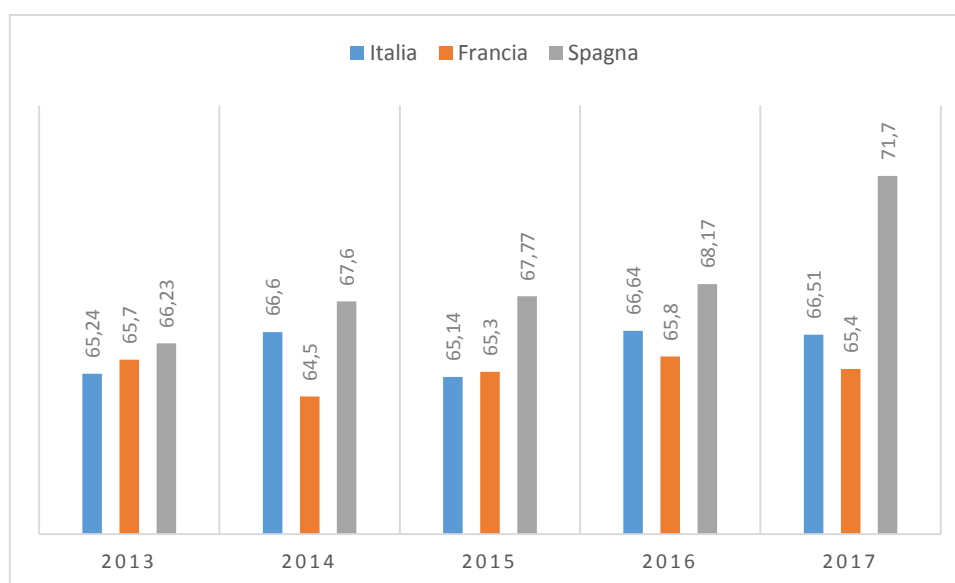
Più specificatamente, nel corso degli ultimi anni, le policy comunitarie hanno prodotto numerosi documenti volti ad incoraggiare e spesso favorire fattivamente la partecipazione degli azionisti ai meccanismi decisionali aziendali in un'ottica di perseguimento di interessi di lungo periodo.

In precedenza uno dei motivi della scarsa partecipazione delle minoranze alle assemblee era di carattere normativo, relativo al meccanismo di verifica della titolarità dei titoli. In seguito, l'introduzione della Direttiva 2007/36/CE, meglio nota come *Shareholders' Rights* (recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27, modificato in seguito dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91), ha favorito l'affermarsi di importanti novità sul funzionamento dell'assemblea determinando, di fatto, una maggiore partecipazione degli azionisti alla vita della società e, soprattutto, all'esercizio del voto.

Una prima fondamentale novità è la cd. *record date*. Il meccanismo identifica il momento, in cui il soggetto che richiede di partecipare all'Assemblea deve essere titolare delle azioni della società. La legittimazione all'intervento in Assemblea e all'esercizio del diritto di voto è attribuita a coloro che risultano titolari delle azioni il settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'Assemblea e che abbiano comunicato la propria volontà di intervento tramite l'intermediario abilitato. Quest'ultimo dovrà poi provvedere a registrare la titolarità delle azioni entro il terzo giorno di mercato precedente la data fissata per l'assemblea. Le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea¹⁰. Prima della normativa comunitaria, invece, vi era la possibilità di poter mettere un blocco alla circolazione delle azioni nella fase pre-assembleare comportando, di fatto, un evidente astensionismo degli azionisti di minoranza (in particolare investitori istituzionali), poiché tali soggetti preferivano mantenere disponibili i propri titoli piuttosto che bloccarli e partecipare all'assemblea. Alcune ricerche (Georgeson, 2016 e 2017) hanno evidenziato una maggiore partecipazione degli azionisti all'Annual General Meeting (Figura 1). Ponendo maggiore attenzione al contesto latino (Italia, Francia e Spagna) si evidenzia che il contesto spagnolo è caratterizzato da un'elevata partecipazione, pari al 71,7% degli investitori. Un valore crescente, ma meno netto è registrabile anche nel contesto italiano e francese.

¹⁰ In questo modo la decisione di esercitare il diritto di voto è scissa da quella di negoziare il titolo al quale il diritto si riferisce. La record date legittima così la partecipazione al voto di soggetti che possono aver ceduto le azioni al momento dell'assemblea (art. 83-sexies, comma 2, TUF).

Figura 1: Quorum medio di partecipazione all'Annual General Meeting



Fonte: elaborazione propria su dati Georgeson, 2017

Tale comportamento appare sospinto dalla richiamata recente normativa che ha indotto, inoltre, cambiamenti riguardanti anche altri aspetti¹¹, quali convocazione dell'assemblea e informazione pre-assembleare; integrazione dell'ordine del giorno e possibilità di presentare proposte di delibera all'assemblea; partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici, al fine di incentivare la partecipazione e il voto degli azionisti, specialmente per quelli esteri.

Più di recente, nel Marzo 2017, la disciplina europea sui diritti degli azionisti ha subito ulteriori modifiche focalizzandosi maggiormente sull'orizzonte temporale di lungo periodo di tutti gli azionisti. Tale revisione segue la forte e intensa crisi finanziaria, la quale ha evidenziato le carenze e i limiti dei modelli di corporate governance. In particolare, ci si riferisce: al mancato impegno e controllo da parte degli azionisti nei confronti del processo decisionale delle società, alla retribuzione

¹¹ Ai fini dell'attuazione della direttiva comunitaria nel contesto italiano, il decreto legislativo 27/2010 ha modificato anche alcune disposizioni del codice civile e del TUF. In particolare si segnalano i seguenti interventi: È stata esclusa, nelle società con azioni quotate, l'applicazione dei limiti soggettivi e quantitativi al conferimento di deleghe, quando previsti; è stata prevista una specifica disciplina della rappresentanza nelle società quotate con riferimento alle modalità per il rilascio della delega di voto e l'efficacia della stessa e al caso in cui il rappresentante sia in conflitto di interessi; è stata istituita la figura del "rappresentante designato dalla società", soggetto – persona fisica o giuridica – che le società con azioni quotate sono tenute, salvo previsione contraria dello statuto, a designare per ciascuna assemblea, al quale i soci potranno conferire la propria delega senza oneri a loro carico; è stata rivisitata anche la disciplina della sollecitazione di deleghe e della raccolta di deleghe da parte delle associazioni degli azionisti, non potendosi più configurare tali attività come riservate (Consob, 2010).

eccessiva e non giustificata da livelli di performance, che ha contribuito a creare un senso di sfiducia tra azionisti e società in generale; alle costose procedure per l'esercizio dei diritti degli azionisti¹².

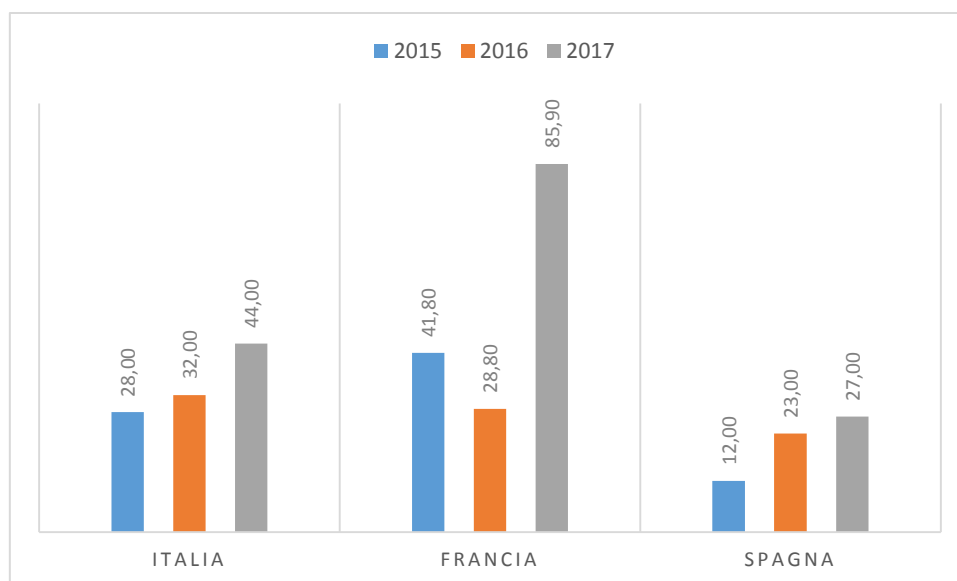
Con riferimento al secondo fattore che ha stimolato la partecipazione dell'azionariato, ossia la spinta socio-culturale che si è concretizzata in un nuovo atteggiamento degli investitori istituzionali, questo si evidenzia nell'affermarsi di un'ottica di lungo periodo nella governance societaria, riconoscimento che una buona governance trova terreno fertile solo se si adotta un'ottica di lungo periodo, e di un costruttivo dialogo all'interno del CdA, tra gli organi societari, e con gli stessi investitori istituzionali. Ne consegue che il ruolo svolto dagli investitori istituzionali acquista peso segnatamente nella dialettica interna alle società partecipate. Le società quotate hanno, infatti, bisogno di intercettare capitali di investitori istituzionali soprattutto di medio-lungo termine, capaci di sostenere l'azienda nei suoi piani di investimento e di sviluppo. Nel 2016, ad esempio, il CEO di BlackRock, Larry Fink, ha evidenziato la pericolosità degli investimenti a breve periodo, che sottraggono importanti risorse alle società, invitando gli investitori ad impegnarsi in un dialogo con il management, che mirasse a prospettive ed obiettivi di lungo periodo e "che non si fermasse solo a commentare gli eventi passati". Gli investitori istituzionali devono, quindi, impegnarsi nella protezione e creazione di valore nei confronti dei propri Clienti/Investitori, affrontando in modo efficace le problematiche legate alle performance societarie delle società in cui investono i patrimoni gestiti.

Tuttavia un tema molto sentito dagli azionisti continua ad essere la politica di remunerazione.

Tornando all'analisi comparativa dei contesti italiano, spagnolo e francese, l'argomento più contestato dagli azionisti, in sede di deliberazione consiliare, è risultato quello relativo alle politiche di remunerazione (Figura 2).

¹² Per un approfondimento si rimanda alle dichiarazioni della Commissione Europea. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-17-592_en.htm

Figura 2: Risoluzioni relative alla "remuneration" che hanno ricevuto più del 10% di voto contrari



Fonte: elaborazione propria su dati Georgeson, 2017

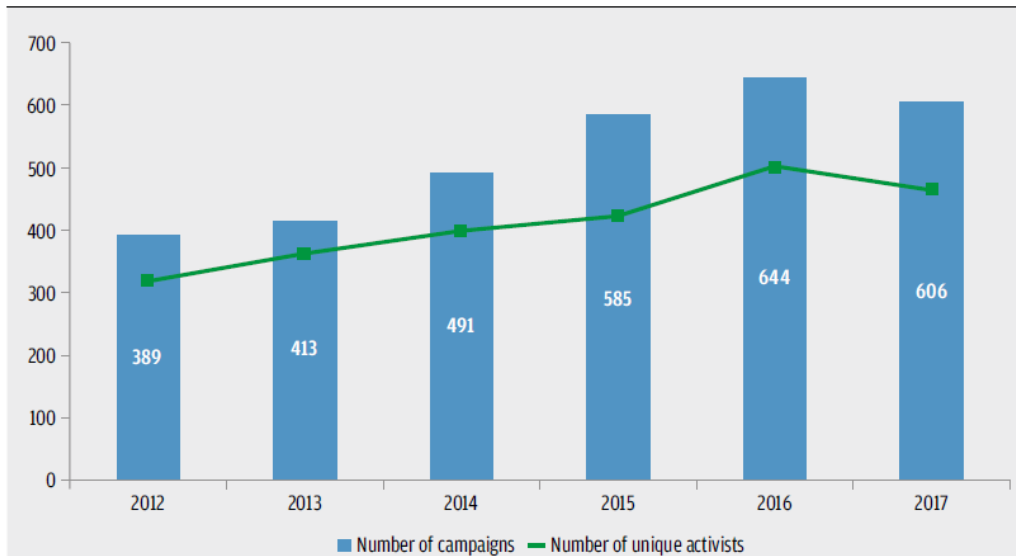
Dal report di Georgeson si rileva anche che la categoria "remuneration" ha ricevuto voti contrari maggiori nelle risoluzioni esaminate, rispetto ad altre categorie, quali elezione degli amministratori, programmi di acquisto di azioni proprie¹³.

Analizzando i singoli contesti, si può evidenziare che le società con un livello più basso di voti a supporto della politica di remunerazione sono, in Italia, Telecom Italia (56.05% a favore), Snam (61.57% a favore), Yoox NàP (65.73% a favore), Recordati (68.23% a favore); in Francia, Renault (53,03 % a favore); in Spagna, Merlin Properties (52.65% a favore), Grifols (62.32% a favore), ACS (59.26% a favore) (Georgeson, 2017).

Osservando il fenomeno da un punto di vista più globale (Figura 3 e 4), è possibile constatare come il volume di campagne attiviste è cresciuto negli anni 2012-2016 ed è in leggero rallentamento nel 2017 (30 Giugno). Tale fenomeno dimostra come l'attivismo degli azionisti si è evoluto da una strategia di nicchia, perseguita da un numero limitato di fondi hedge di alto profilo, ad un approccio più condiviso da investitori istituzionali ed hedge funds.

¹³ Le percentuali rappresentano il rapporto tra il numero di proposte che hanno ricevuto più del 10% e il numero totale di proposte.

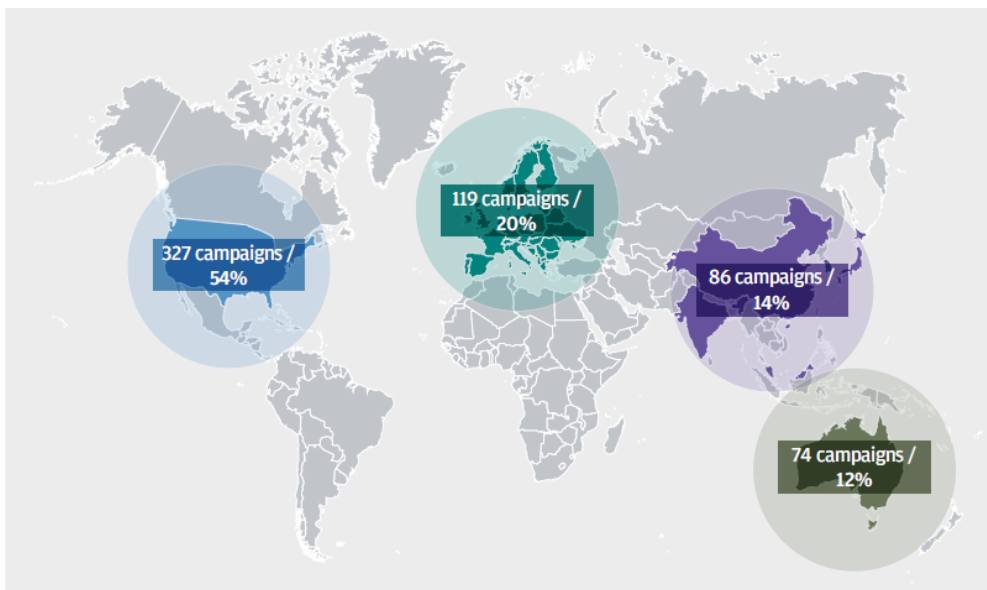
Figura 3: Numero complessivo di campagne attiviste vs numero di attivisti



Fonte: JP Morgan, 2017

Secondo i dati del report JP Morgan (2017), 606 nuove campagne sono state annunciate durante la stagione proxy 2017 e gli Stati Uniti mostrano la più grande partecipazione.

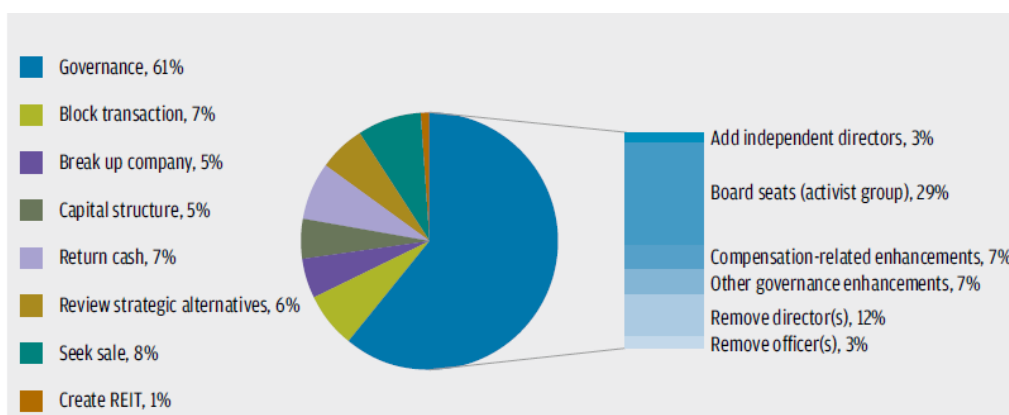
Figura 4: Panoramica mondiale delle campagne di attivismo, anno 2017



Fonte: JP Morgan, 2017

È interessante rilevare come gli aspetti relativi alla governance continuino ad assumere il peso maggiore nelle campagne degli azionisti (Figura 5).

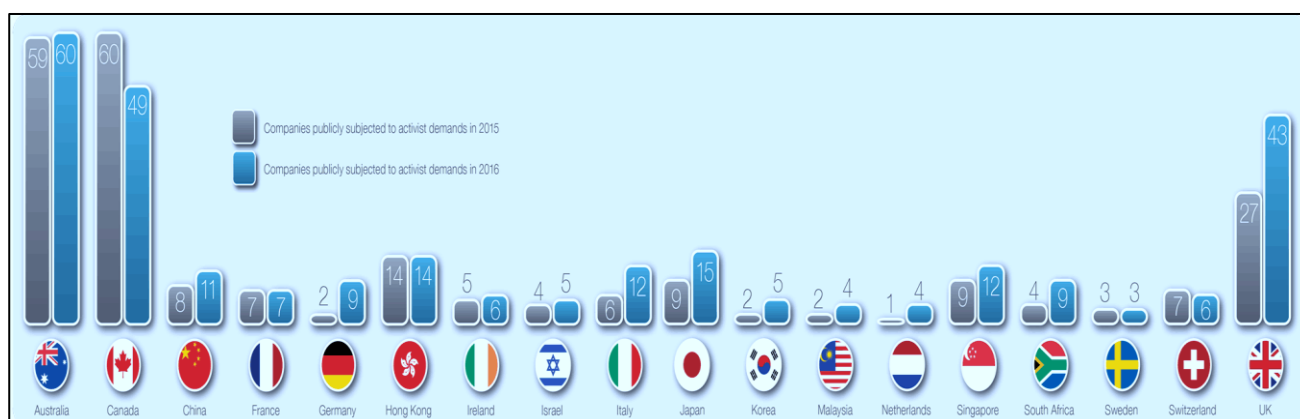
Figura 5: Le tematiche oggetto delle campagne attiviste nella proxy season 2017



Fonte: JP Morgan, 2017

Fondi più piccoli e attivisti non tradizionali - compresi fondi pensione, fondi comuni di investimento, fondi indici e investitori individuali - hanno guidato molte delle più recenti campagne, scegliendo più frequentemente gli strumenti di voice (lettere agli amministratori delegati, dichiarazioni pubbliche) o minacciando di utilizzare i loro voti per costringere al cambiamento. Anche con riferimento ai mercati europei (in cui la scarsa contendibilità degli emittenti quotati sembrerebbe a prima vista scoraggiare qualsiasi forma di attivismo societario), si sono registrate numerose iniziative poste in essere dagli activist hedge funds (oltre ad alcuni fondi pensione che ne imitano le strategie) attraverso l'impiego, in chiave "offensiva", dei poteri di voice predisposti a tutela delle minoranze azionarie nei confronti dei soci di controllo. In Germania, il numero di imprese interessate è salito da due, nel 2015, a nove, nel 2016; in Italia, dove il numero di imprese è aumentato da sei a dodici, l'incremento è parzialmente correlato alla crescente presenza di investitori istituzionali stranieri.

Figura 6: Numero di società oggetto di campagne attiviste nel 2015 e nel 2016



Fonte: Activist Insight, 2017

1.4 Il voto assembleare, il dissenso e la corporate governance: la domanda di ricerca

Gli azionisti votano su una serie di argomenti, quali l'emissione di capitale, le politiche di remunerazione, le decisioni relative al M&A, ecc. L'uso del voto degli azionisti, nell'ottica degli strumenti di voice in precedenza descritti, è fondamentale per l'intera governance aziendale, poiché senza la minaccia credibile di un voto di dissenso, anche altri meccanismi utilizzati dagli azionisti sarebbero meno credibili ed efficaci (Illiev et al., 2015). Negli ultimi anni, uno dei modi più utilizzati per esprimere la propria voice è stato il c.d. "Say on Pay", letteralmente "dichiara lo stipendio", che permette agli azionisti di votare a favore o contro le politiche di remunerazione della società. D'altra parte, a partire dal 2010, un gran numero di società americane ed europee hanno dovuto fronteggiare l'ira degli azionisti per l'eccessiva remunerazione dei propri amministratori delegati. Tale fenomeno ha spinto gli osservatori ad etichettare tale fase come "*shareholder spring*" (primavera degli azionisti, sulla spinta della primavera araba). Una conseguenza di questa situazione è stata la nascita del regolamento "Say on Pay", inizialmente introdotto in UK e in USA e successivamente in gran parte dei paesi Europei (Italia, Francia, Germania, Spagna) (Tabella 1). Scopo di tale regolamento è quello di fornire maggiore trasparenza sulle retribuzioni di varia natura dei manager di società pubbliche e private e di valorizzare il ruolo degli azionisti (anche di minoranza¹⁴) nell'ambito della governance societaria.

Occorre sottolineare come, nel recepire la direttiva comunitaria, gli ordinamenti dei vari stati si sono suddivisi in un due grandi gruppi, a seconda che si sia riconosciuto, al voto sulle politiche di remunerazione, una natura vincolante (c.d. *binding vote*) o consultiva (c.d. *advisory vote*).

La Gran Bretagna è stato il primo paese ad aver attuato tale regolamento; fin dal 2002, infatti, c'era l'obbligo per le società britanniche di includere un *report* sul compenso dei *manager* all'interno del bilancio annuale, il quale era poi oggetto di voto consultivo da parte dell'assemblea. Nel 2013 il governo inglese ha emanato una legge che ha introdotto un voto vincolante sulla politica remunerativa degli esecutivi almeno ogni tre anni.

In Germania, con l'emanazione dello *German Act* del 2009, la maggior parte delle imprese a maggiore capitalizzazione¹⁵ hanno optato per un sistema di voto non vincolante sulle politiche di

¹⁴ Sul tema alcuni autori hanno sollevato alcune perplessità, data la forte concentrazione proprietaria del sistema italiano: in questo modo ogni decisione sarebbe rimessa alla sola maggioranza. In tal senso si deve leggere l'idea di introdurre anche in questa sede lo strumento del cd. *whitewash*, già previsto in tema di operazioni con parti correlate, in modo da permettere alle sole minoranze indipendenti di esprimersi. Si veda Bruno e Bianconi (2015) e Codazzi (2016).

¹⁵ Ovvero la maggioranza di quelle appartenenti ai segmenti DAX (il segmento della borsa di Francoforte contenente i 30 titoli a maggiore capitalizzazione) e MDAX (il segmento della borsa di Francoforte contenente 50 titoli con capitalizzazione media).

remunerazione. Inoltre, questo voto è richiesto solo nel caso in cui la società propone un cambiamento nel sistema remunerativo.

In Francia, per le società che aderiscono al codice AFEP-MEDEF (il corrispondente francese del nostro *Codice di Autodisciplina*), dal 2013 è stato introdotto un voto consultivo sulla remunerazione (sia variabile che fissa) degli esecutivi. Si tratta di un tema molto “sentito” in Francia. Lo dimostrano due casi di forte dissenso presentatisi di recente. Il primo riguarda la casa automobilistica Renault, che ha registrato il 54% dei voti contrari alla remunerazione del CEO (nonché presidente del Cda) Carlos Ghosn; il secondo caso è relativo ad Alstom, con il 62% dei voti contrari alla remunerazione dell'ex CEO Patrick Kron.

Per quanto riguarda Renault, i *proxy advisor* ISS e Proxinvest avevano raccomandato di votare contro la remunerazione di 7,25 mln di euro (di cui 4mln circa riguardavano un premio per le performance pagato in azioni) concessa a Ghosn, a differenza di Glass Lewis che supportava la proposta. Lo stato francese, che possiede circa il 19%, ha votato contro la remunerazione del CEO, provocando una forte incidenza anche a livello mediatico: il *Financial Times*¹⁶ ha riportato che il governo francese avrebbe minacciato di cambiare la legge se il board di Renault non avesse tagliato lo stipendio al CEO. Il 27 luglio del 2006, Renault annunciò che il salario del CEO sarebbe stato tagliato del 20% nella sua parte variabile e dal 150% al 120% rispetto alla porzione fissa¹⁷.

La situazione si è presentata con modalità non molto differenti in Alstom, società all'interno del quale lo stato francese si presenta addirittura come maggiore azionista, forte della sua quota del 20%. Qui, è proprio lo stato francese che sembra aver capeggiato la rivolta degli azionisti contro la remunerazione di 6,6 mln di euro concessa a Patrick Kron (ex CEO di Alstom), in quanto “*non conforme alla dottrina dello stato*”¹⁸.

Tabella 1: Paesi europei che hanno adottato il Say on Pay

Paese	Tipologia
Belgio	Consultiva
Repubblica Ceca	Vincolante
Danimarca	Consultiva

¹⁶ <https://www.ft.com/content/7d633ec8-113d-11e6-91da-096d89bd2173#axzz4AE0It0xX>

¹⁷ <http://media.renault.com/global/en-gb/renaultgroup/Media/PressRelease.aspx?mediaid=81124>

¹⁸ Come ha dichiarato una rappresentante del governo francese che gestisce le partecipazioni statali all'interno delle imprese, intervistato da Bloomberg (<http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-05/alstom-investors-reject-6-6-million-euro-pay-deal-for-former-ceo>).

Finlandia	Vincolante
Francia	Consultiva
Germania	Consultiva
Grecia	Vincolante
Italia	Consultiva (ad eccezione degli istituti finanziari)
Norvegia	Vincolante
Portogallo	Vincolante
Spagna	Consultiva
Svezia	Vincolante

Fonte: elaborazione propria da Mason et al, 2017

Al di fuori del panorama europeo, una particolare applicazione del say on pay è riscontrabile nel contesto australiano, dove vige la c.d. “two strikes rules”, in base alla quale, se il report sulla remunerazione degli amministratori riceve per due volte il voto contrario del 25% dei soci, gli amministratori devono essere sottoposti a rielezione entro novanta giorni. Tale regola ha suscitato apprezzamenti e critiche. Alcune ricerche (ad esempio Monem e Ng, 2013; Faghani et al., 2015) hanno evidenziato, tra gli aspetti positivi, l’effettiva diminuzione del compenso del CEO nell’anno successivo al “primo strike” oltre che ad una maggiore attenzione di tutti gli azionisti rispetto alle politiche di remunerazione; al contrario, tra gli aspetti negativi, si segnala che la regola non riflette le opinioni della maggioranza degli azionisti cosicché basterà una coalizione di minoranza (pari al 25%) per avviare la procedura di sostituzione del board, quando invece la percentuali di azionisti necessari per l’elezione di un amministratore è del 50%.

Nel contesto italiano, la norma centrale nell’ambito del “Say on Pay” è l’art. 123-ter, TUF (“Relazione sulla remunerazione”), la quale disciplina che, almeno 21 giorni prima dell’assemblea annuale dei soci, le società con azioni quotate devono mettere a disposizione del pubblico (in sede o sul proprio sito internet) una relazione sulla remunerazione. Tale relazione deve essere articolata in due sezioni ed approvata dal consiglio di amministrazione: la prima sezione illustra la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche, e illustra, inoltre, le procedure utilizzate per l’adozione e l’attuazione di tale politica; la seconda sezione fornisce un’adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione della carica o di risoluzione del rapporto di lavoro. In assemblea si procederà alla votazione e successiva deliberazione in senso favorevole o contrario solo sulla prima parte della

relazione¹⁹. Il carattere non vincolante (risulta essere vincolante solo per gli istituti finanziari) fa sì che il voto diventi un semplice strumento di *moral suasion* nei confronti degli amministratori, i quali, in caso di voto negativo degli azionisti, potrebbero sentirsi indotti a rivedere le proprie decisioni.

In questa tesi, sebbene si esamini empiricamente il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione, si ritiene che l'espressione del diritto di voto è il meccanismo principale attraverso il quale la maggioranza degli azionisti può esprimere la propria opinione in merito alla gestione delle attività aziendali (McCahery et al., 2016). In particolare, si ritiene che l'uso del voto degli azionisti per lo *shareholder activism* è fondamentale per il governo societario. Senza la minaccia credibile di un voto di dissenso, anche altri meccanismi utilizzati dagli azionisti sarebbero poco credibili e meno efficaci (Illiev et al., 2015). La letteratura ha, infatti, dimostrato come il processo di voto è un efficace metodo di attivismo degli azionisti, poiché i dirigenti ascoltano il voto del dissenso (Cai et al., 2009; Fischer et al., 2009). Pertanto l'aumento dei diritti degli azionisti presso le assemblee ordinarie ha determinato una nuova promettente area di ricerca (Yermack, 2010). L'assemblea degli azionisti si trasforma in una "arena" in cui avviene il confronto/scontro tra azionisti di maggioranza e minoranza (Poulsen et al., 2010). Si ritiene, infatti, che un maggior grado di coinvolgimento degli azionisti – e, in particolare, degli investitori istituzionali – nel monitorare l'operato degli amministratori, possa aiutare a conseguire più elevati livelli di efficienza nella gestione della società. Del resto, un controllo effettivo da parte di tutti gli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato.

In effetti, gli azionisti possono utilizzare il "say on pay" per influenzare ex-ante la politica di remunerazione, ma possono anche utilizzarlo per avviare un dialogo con l'azienda, ottenendo policy remunerative più accettabili prima che vengano votate (Van der Elst e Lafarre, 2017).

Pertanto, il "say on pay" può produrre sia effetti diretti (qualora il dissenso risulti elevato), sia "indiretti" (poiché stimola un dialogo tra azionisti e amministratori).

In questa sede si considera il "Say on Pay" come un voto di feedback che esprime pareri che vanno oltre la sola politica di remunerazione. Come afferma Francis Byrd (vicepresidente senior della Corporate Governance di Laurel Hill, azienda che fornisce servizi di comunicazione azionaria alle società) il voto è un modo per gli azionisti di dire "non siamo felici" e non solo per la retribuzione, ma anche per le prestazioni della società (Chasan, 2012).

Date queste premesse, la ricerca vuole indagare se è possibile individuare una configurazione di governance che determini un maggiore attivismo societario, inteso come maggiore livello di dissenso,

¹⁹ Il voto assembleare potrà riguardare, ad esempio, i criteri utilizzati per determinare la parte variabile, l'introduzione di premi ancorati al raggiungimento di determinati risultati, il grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella definizione delle caratteristiche del sistema retributivo, ecc (Maugeri, 2016).

e di conseguenza qual è la combinazione di fattori interni ed esterni che determinano il voto degli azionisti

La diversità di opinioni su ciò che sia effettivamente una buona o cattiva corporate governance riflette una mancanza di prove robuste su come i meccanismi di governance possano influenzare gli outcome aziendali. Nonostante ciò, l'identificazione di buone e appropriate pratiche di corporate governance rimane un'ambiziosa sfida e quale possa essere la struttura ideale di un consiglio di amministrazione rimane una domanda senza una risposta univoca (Raheja, 2005).

Secondo Illiev et al., (2015), un effettivo processo di voto ha tre componenti importanti, ognuno dei quali può essere analizzato per valutare la vitalità complessiva del voto come meccanismo dell'attivismo societario: il sistema normativo e di regolamentazione; l'effetto o meno sul risultato (outcome) di governance dei voti espressi dagli azionisti; l'allineamento dell'esercizio di voto degli azionisti con il proprio "ruolo di governo".

In tale sede, si ritiene che il voto sia semplicemente un mezzo per migliorare la governance aziendale e che l'esito del voto è fortemente influenzato dalla struttura della proprietà, dalla presenza o meno di grandi azionisti, e da altri fattori. Ciò premesso, la tesi si focalizzerà sull'individuazione di una configurazione di elementi che possano essere considerati determinanti/driver dell'esito del voto.

In altre parole, occorre capire se il voto degli azionisti può suggerire carenze di governance che spingono il malcontento/dissenso degli azionisti oppure se esso è "sinonimo" di buona governance.

Capitolo 2: Theoretical Background e Literature review

2.1 Le teorie alla base dello shareholder activism

Lo shareholder activism trova origine nel conflitto di interesse tra il management e gli shareholder. Il monitoraggio del *principal* nei confronti dell'*agent* è al centro dell'*agency theory* (Fama e Jensen, 1983). Lo shareholder activism, inteso come azionisti che avviano delle attività per influenzare direttamente o indirettamente le decisioni del board (Gillan e Starks, 2007, p. 55), si sviluppa all'interno di due estremi: da un lato un'azione di exit con l'obiettivo di vedere aumentato il valore delle proprie azioni; dall'altro l'affidarsi ad un meccanismo basato sul mercato (*market for corporate control*). La gran parte della letteratura sullo shareholder activism ha adottato una visione di agenzia in cui le imprese "ben governate" sono meno gravate dai costi di agenzia e, quindi, hanno meno probabilità di indurre il malcontento e l'attivismo degli azionisti (Goronova et al., 2017; Gillan e Starks, 2007; Renneboog e Szilagyi, 2011). Quest'ultimo è visto, infatti, come una risposta ai problemi dell'agenzia, quando le strutture di corporate governance non riescono a mitigare il rapporto tra *principal-agent*. Tuttavia, per far sì che le imprese ben governate siano meno colpite dai costi di agenzia, bisogna considerare, in primo luogo, che i meccanismi di governance aziendale devono ridurre i costi dell'agenzia, allineando gli interessi manageriali a quelli degli azionisti o assicurando che i dirigenti siano monitorati e ritenuti responsabili (Daily et al., 2003; Eisenhardt, 1989); in secondo luogo, che i dirigenti devono mostrare una maggiore attenzione alle richieste (e attivismo) degli azionisti, anziché ignorarle (David et al., 2007).

La natura multidimensionale dello shareholder activism ha favorito l'applicazione di altri approcci teorici. Ryan e Schneider (2002), ad esempio, sostengono che la tipologia di investitore determina se questi eserciterà o meno l'attivismo. In particolare sono state individuate le seguenti determinanti: dimensioni del fondo, orizzonte temporale degli investimenti, aspettative di prestazione, pressure-sensitive, limitazioni legali e gestione del portafoglio (Ryan e Schneider, 2002; Rubache e Sedora, 2009).

Gli studiosi hanno poi esaminato la diffusione dell'attivismo e il suo impatto sull'ambiente attraverso le lenti della Teoria istituzionale (di cui si parlerà in maggior dettaglio più avanti), e della Teoria del movimento sociale.

La teoria del movimento sociale ha esaminato come gli attivisti promuovono la mobilitazione sociale ed il sostegno popolare con l'obiettivo di influenzare la legislazione. Più di recente, la teoria dei movimenti sociali e la teoria istituzionale sono state utilizzate per comprendere come l'attivismo

sociale possa influenzare direttamente il comportamento aziendale e le risposte delle imprese alle trasformazioni sociali, modificando la loro percezione delle proprie responsabilità sociali (Den Hond e De Bakker, 2007). Altre teorie utilizzate per spiegare l'attivismo degli azionisti, considerando il ruolo manageriale, sono:

- La *Political Theory* (Davis e Thompson, 1994), la quale studia i concetti e i principi che gli shareholders utilizzano per descrivere, spiegare e valutare gli eventi aziendali;
- La *Social Influence Theory* (Westphal e Bednar, 2008; Westphal e Zajac, 2013), la quale evidenzia quanto l'influenza sociale generi un cambiamento nel comportamento e nelle credenze, facendo in modo che questi si alleino con quelli degli altri o a standard normativi. Tale teoria mostra come i dirigenti possono usare un'interpersonale influenza comportamentale, per ostacolare gli investitori istituzionali nell'utilizzo del loro potere coercitivo nei cambiamenti di governance e strategie aziendali; quando il potere degli investitori istituzionali è alto, i manager assumono comportamenti di persuasione nei confronti di tali soggetti allo scopo di generare personali benefici, che si sostanziano in specifici cambiamenti riguardanti, ad esempio, composizione del Board o executive compensation;
- La *Stakeholder Salience Theory* (Mitchell et al., 1997), ampiamente utilizzata per studiare la propensione dei manager a soddisfare le richieste dei diversi azionisti.

In ogni caso, sia l'*agency theory*, sia la *stakeholder theory*, presentano forti limiti nello spiegare e comprendere a fondo lo shareholder activism. I critici della teoria dell'agenzia hanno sottolineato la sua natura "*under contextualized*" e la sua incapacità di confrontare e spiegare con precisione la diversità della corporate governance nei diversi contesti istituzionali (Aguilera e Jackson, 2003; Filatotchev et al., 2008). Sebbene la *shareholder* e *stakeholder theory* rimuovano alcune ipotesi restrittive dell'*agency*, esse non riescono a spiegare le differenti corporate governance associate ai differenti contesti organizzativi. Da qui la necessità di "contestualizzare" la ricerca sulla governance aziendale (Filatotchev e Boyd, 2009).

Ad esempio, Aguilera et al., (2008) propongono un approccio più "*open-system*", che tratti le pratiche di governance come interdipendenti con la diversità, le fluttuazioni e le incertezze dell'ambiente organizzativo. Gli approcci di sistemi aperti sottolineano l'importanza di esaminare le pratiche di corporate governance in un'ottica olistica, piuttosto che quali singoli fattori che agiscono in maniera "isolata". L'approccio olistico aiuta implicitamente a spiegare perché non possa esistere una "*best way*" per ottenere un'efficace governance aziendale applicabile in qualsiasi contesto socio-politico ed economico.

2.2 Il diverso contributo della teoria istituzionale

Il fenomeno dello shareholder activism trova, nella teoria dell'agenzia ed in quella istituzionale, un'interpretazione utile del fenomeno (anche se non sempre esaustiva, nel caso dell'agenzia) (Judge et al., 2010). In particolare, la teoria dell'Agenzia fornisce previsioni valide per l'attivismo finanziario mentre la teoria Istituzionale fornisce spiegazioni migliori per l'attivismo sociale (sulla differenza tra attivismo finanziario e sociale si rimanda al paragrafo 1.1).

In base all'impostazione teorica della teoria dell'agenzia, l'analisi si focalizza sulla relazione (di agenzia) tra la proprietà, intesa come l'insieme di azionisti che apportano capitale e fondano l'impresa (*principal*), e il management (*agent*). I postulati della teoria sono: interessi divergenti tra manager e azionisti; opportunismo del manager; asimmetria informativa ex ante ed ex post. Riconoscendo l'alienazione della proprietà dal controllo e i conflitti di agenzia concomitanti, un gran numero di studi si sono concentrati sulla progettazione di meccanismi di governance necessari per impedire il manifestarsi di tali contrasti. Si tratta, in particolare, di sistemi di incentivazione rivolti al manager, per evitare che incorra in comportamenti sleali, e di sistemi di monitoraggio utilizzabili dagli azionisti per controllare l'operato della direzione d'impresa.

Gli studi che adottano un framework istituzionale (ad esempio, Filatotchev et al, 2013; van Essen et al., 2012) vedono le scelte di governance come il risultato di un sistema sociale e, di conseguenza, conferiscono maggiore importanza alla legittimità del potere. Le teorie istituzionali, infatti, sottolineano come i fattori culturali, sociali e politici delineino le diversità tra i paesi, gli operatori economici e le strutture di governo societario. In ambito aziendale si richiama spesso il concetto di *path dependence*, che rileva come la storia di un paese e i relativi valori culturali impattino sull'agire di governo e sulla dimensione della corporate governance. In altre parole, le caratteristiche strutturali della corporate governance vengono influenzate da contingenze culturali e istituzionali (Barile e Gatti, 2007).

La teoria istituzionale offre, pertanto, un modo per comprendere come l'efficacia della corporate governance sia contingente a un certo numero di fattori organizzativi, sociali e politici. Ne consegue che la natura e la portata dei conflitti di agenzia sono modellati dagli specifici ambienti istituzionali all'interno del quale l'impresa opera.

Per una sintesi delle principali differenze tra le due teorie si veda la tabella seguente.

Tabella 2: Principali differenze tra la teoria dell’Agenzia e Teoria Istituzionale

	Teoria dell’Agenzia	Teoria Istituzionale
<i>Focus della ricerca</i>	Manager	Manager
	Azionisti	Azionisti
		Stakeholder
		Ambiente istituzionale
<i>Contesto organizzativo</i>	Focus sul conflitto di interessi tra manager e shareholder	Riconoscimento delle differenze tra l’entità e la natura di conflitti di agenzia a seconda degli ambienti istituzionali
<i>Soluzione organizzativa</i>	Serie di rimedi universali per la corporate governance, quali: monitoraggio del board, concentrazione proprietaria, incentivi di remunerazione, market for corporate control	Riconoscimento che le istituzioni nazionali possono incidere sull’efficacia delle soluzioni di corporate governance; alcune di esse possono avere conseguenze non intenzionali.
<i>Importanza del contesto nazionale</i>	Approccio context-free	“Contestualizzazione” dei conflitti di agenzia
	Focus sul contesto anglosassone (US/UK)	Focus sull’effetto moderatore delle istituzioni nazionali
<i>Implicazioni di policy</i>	Convergenza di un framework istituzionale	Diversità del framework istituzionale
	Efficacia universale	Equipollenza funzionale, conseguenze involontarie
	Legge e codici modellano il mercato	Leggi e codici modellano il network, le associazioni e gli orientamenti professionali

Fonte: adattamento e traduzione da Filatotchev et al., 2013

L’approccio istituzionale consente una migliore comprensione dell’interdipendenza tra i meccanismi di governance e gli ambienti organizzativi e istituzionali in cui si svolgono le pratiche di governance (Filatotchev et al., 2013).

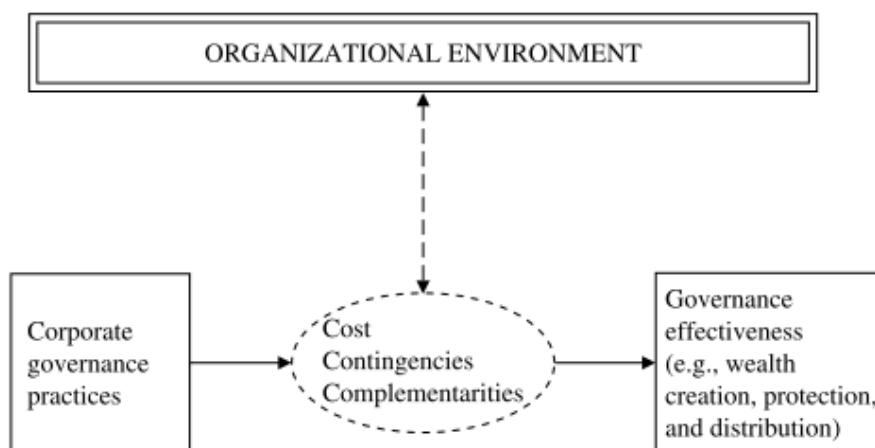
L’inserimento dell’ambiente esterno nello studio della governance si basa sull’analisi sociale teorizzata da Williamson (1998, 2000), tra i primi a far notare che le azioni umane, in relazione alle attività economiche, sono influenzate da una complessità di interrelazioni tra istituzioni formali, informali e strutture di governance (Williamson, 2000). La nuova teoria economica istituzionale si basa sul presupposto che le istituzioni sono importanti (“*institutions do matter*”), e che il loro funzionamento deve essere analizzato attraverso la teoria economica²⁰.

²⁰ Nella sua analisi, in particolare, Williamson analizza l’ambiente socio-economico distinguendo quattro livelli:

Oltre Williamson, anche Aguilera et al., (2008) si preoccupano delle interdipendenze tra le pratiche di governance e l'ambiente organizzativo in cui queste sono condotte e propongono di conseguenza un approccio organizzativo allo studio dei fenomeni della corporate governance. Gli elementi caratterizzanti di questa teoria sono (Figura 7):

- *Costi*: un'organizzazione sostiene diverse tipologie di costi connessi all'implementazione della corporate governance, come quelli da sostenere per conformarsi alla regolamentazione in materia, o per gestire le relazioni con gli investitori istituzionali;
- *Contingencies*: ossia come la governance aziendale si interconnette con le variazioni delle risorse strategiche interne ed esterne che determinano l'interdipendenza di un'impresa con l'ambiente (di mercato, normativo o istituzionale) esterno;
- *Complementarities*: le interazioni tra le pratiche di governance e come queste interdipendenze allineano la corporate governance ad ambienti organizzativi potenzialmente diversi. Ad esempio, l'efficacia dei membri degli amministratori indipendenti dipende dalla presenza di altri fattori complementari, quali un forte coinvolgimento degli azionisti e una forte protezione legale per gli investitori.

Figura 7: Un approccio organizzativo alla corporate governance



Fonte: Aguilera et al., 2008

-
- Il livello superiore di analisi, contenente gli aspetti più ampi del modello, quali le istituzioni informali, le norme, i costumi, le tradizioni, ecc.;
 - Il secondo livello è riferito all'ambiente istituzionale, il quale contiene le "regole del gioco", ovvero regole formali come la costituzione, le leggi, i diritti di proprietà;
 - All'interno del terzo livello troviamo le regole di governance, quelle che definiscono la gestione ed il governo di una società, come gli accordi diretti tra le parti, ovvero i contratti privati;
 - Il quarto livello è quello dell'analisi neoclassica, dove l'impresa viene descritta attraverso una funzione di produzione ricavata da un'analisi marginale.

In sintesi, le contingenze influenzano l'efficacia di una particolare pratica di corporate governance, mentre le complementarità descrivono le interazioni tra molteplici pratiche, nonostante le contingenze dell'impresa (Aguilera et al., 2008, p. 477). Considerando tali elementi, è difficile ritenere che l'efficacia della corporate governance possa essere analizzata mediante traiettorie lineari e determinate. Essa sarà influenzata da una serie di fattori/meccanismi, sia a livello impresa che contestuale (a livello paese). Alcune variabili possono essere controllate dall'impresa, come la dimensione del board, il modello di gestione adottato, una struttura di incentivi economici (politiche di remunerazione) per alcune cariche particolari; vi sono, tuttavia, variabili che sono esterne all'impresa, ma possono comunque influire sul suo operato, quali la pressione dei media, i valori espressi dalle agenzie di rating, il sistema legale, ect.

In ogni caso, sia con Williamson, sia con Aguilera, si sviluppa un corpus teorico che permette di considerare in un approccio più olistico la corporate governance.

2.3. Le determinanti del dissenso: una literature review

Come già detto nel paragrafo 1.4, il "Say-on-Pay" consente agli azionisti di esprimere il proprio dissenso sulle politiche di remunerazione. Storicamente, gli azionisti hanno esercitato i loro diritti di voto come un modo per esprimere la loro insoddisfazione e questo nuovo strumento assume le caratteristiche di un "referendum", essendo l'unico voto regolare e annuale sul legame tra retribuzione e performance aziendali, fornendo agli azionisti un modo per giudicare il Consiglio e i dirigenti apicali. Esso aggrega il parere degli azionisti in una metrica semplice e facilmente visibile e può servire a coordinare ulteriori azioni successive. In altre parole ed in linea con il presente lavoro, esso fornisce agli azionisti un ulteriore strumento di "voice" con cui gli azionisti possono monitorare l'operato dei manager e giudicarlo.

Gli studi sul *say on pay activism*, in ogni caso, sono piuttosto recenti (solo a partire dal 2010), considerato che la stessa letteratura sullo shareholder activism è relativamente nuova (Rose, 2012), e che la ricerca sul dissenso in Europa è scarsa (Sauerwald et al., 2015). Ciò premesso, la letteratura sul say on pay si è focalizzata su quattro filoni principali:

- 1) Determinanti del dissenso;
- 2) Impatto del SOP sui processi del consiglio di amministrazione;
- 3) Impatto del SOP sulla remunerazione;
- 4) Impatto del SOP sul valore aziendale (Stathopoulos e Voulgaris, 2016; Goranova e Ryan 2014).

Tra questi, pochi sono gli studi che indagano le determinanti del voto degli azionisti con riferimento al say on pay (Cotter et al., 2013; Conyon e Sadler 2010; Larcker et al., 2015; Alissa, 2015). L'analisi delle determinanti, infatti, si inserisce in uno specifico filone di studio che, insieme all'analisi dei processi e dei risultati, costituiscono il quadro concettuale dello shareholder activism (Goranova e Ryan 2014)²¹.

Tale lavoro si inserisce nel filone dello studio delle determinanti, e considera il voto espresso tramite il say on pay come una valutazione del set-up del governo societario (Sauwerland et al., 2015). Nel presente lavoro, l'attenzione è stata posta soprattutto sulle caratteristiche di governance e sui relativi aspetti che possono influenzare e determinare il voto degli azionisti. Pertanto non si farà una netta distinzione sull'oggetto di voto, sebbene l'attenzione sia posta al "say on pay", ma soltanto sulla direzione del voto. Si ritiene, come più volte detto, che conoscere le determinanti del voto sulla politica di remunerazione possa essere di fondamentale importanza, poiché le ricerche hanno dimostrato che il SOP porta benefici diretti, influenzando positivamente le performance aziendali (Cuñat et al., 2015) e indiretti, dando agli azionisti un meccanismo attraverso il quale esprimere le proprie opinioni. In questo modo il SOP aumenta il monitoraggio del Consiglio e la pressione sul CEO da parte degli azionisti.

La review della letteratura suggerisce che non esiste una chiara relazione tra corporate governance e voto degli azionisti (Goranova et al., 2016); sul punto alcuni studi suggeriscono che la relazione tra le caratteristiche aziendali e il dissenso di voto non ha rilevanza. Gregory-Smith et al. (2014), ad esempio, sottolineano che certi fattori di governance della società hanno un impatto limitato sul dissenso. In particolare, la percentuale di amministratori "insider" non sembra essere correlata con un più alto dissenso. Il numero di amministratori esecutivi e non esecutivi e la dimensione dell'impresa non sono inoltre sistematicamente associati ai voti contrari alla relazione del comitato per le remunerazioni.

Altri studiosi (Sauwerland et al., 2015) considerano parzialmente importanti gli aspetti di governance e si concentrano su tre meccanismi: *relational blockholders*, *stakeholder directors* e *CEO equity based pay*. Questi sostengono che: i) la presenza di un *blockholders* come maggiore azionista riduce il dissenso; ii) la presenza di amministratori rappresentanti degli stakeholder è legata positivamente al dissenso degli azionisti; iii) risulta non significativo l'aspetto di remunerazione del CEO.

²¹ Se si fa riferimento alla ricerca accademica sulle politiche di remunerazione, anche essa può essere suddivisa in tre filoni (Gerner-Beuerle e Kirchmaier, 2016). I primi due indagano da un punto di vista teorico ed empirico gli effetti del voto degli azionisti sul pacchetto di compensazione proposto. Ad esempio, alcuni studi empirici evidenziano che il livello della retribuzione per CEO ed alti dirigenti è diminuito in alcuni paesi dopo l'introduzione di un voto degli azionisti consultivo. Un terzo filone indaga le determinanti del voto degli azionisti sull'executive compensation.

Più in generale, in letteratura si riconosce che il voto è uno dei mezzi più potenti che gli investitori istituzionali hanno per influenzare le scelte dei consigli di amministrazione (Bebchuk 2005; Mallin e Melis, 2012; Vizcaíno-González et al., 2016).

Anche se poco si è detto su quali sono le condizioni/fattori che possono agevolare (o che guidano) lo shareholder activism (Edelman et al., 2014; Armstrong et al., 2013; Del Guercio et al., 2008), è stato sostenuto che il *voting success* è in gran parte determinato dalle caratteristiche della singola proposta, ma dipende anche da altri fattori, quali preoccupazioni sul radicamento del management e qualità del board (Renneboog e Szilagyi, 2011).

Uno dei primi e fondamentali lavori che ha affrontato la relazione tra corporate governance e voting è quello di Cai et al., (2009). Gli autori si chiedono se il voto degli azionisti possa essere legato a caratteristiche dell'impresa, dei singoli amministratori²², o se ancora le imprese tendono a modificare la governance dopo un voto degli azionisti. Gli autori, con riferimento al voto degli azionisti per la elezione degli amministratori, ipotizzano che gli amministratori in aziende con governance più debole (indice GIM più alto -GIM, 2003), maggior retribuzione del CEO, meno amministratori indipendenti, riceveranno meno voti in occasione del rinnovo. Di conseguenza un board più ampio, con più amministratori indipendenti e con elevata partecipazione alle riunioni, determinano un dissenso minore. Hillman et al. (2011) adottano un approccio su due livelli (a livello di Board e a livello di singolo amministratore) per verificare il dissenso degli azionisti. Il dissenso viene misurato come opposizione degli azionisti alla rielezione degli amministratori in carica. Nell'analisi empirica, gli autori evidenziano che una delle variabili del dissenso (verso il Board, non verso il singolo amministratore) è il livello di remunerazione dei CEO, insieme alla dimensione del Board e alle performance dell'impresa. Pertanto, alti livelli di *executive compensation* mettono in risalto come il Board non sia in grado di adottare una linea dura sul tema, subendo l'influenza della teoria dell'agenzia che esalta la remunerazione come principale meccanismo di incentivazione. Gli autori, pertanto, formulano l'ipotesi che alti livelli di CEO compensation siano positivamente associati al dissenso relativamente all'attività di monitoraggio del Board. Alissa (2015) dimostra come gli azionisti utilizzano il voto del SOP per riflettere la loro insoddisfazione sull'eccessiva remunerazione e che c'è una relazione con le performance giudicate "cattive". Questi fattori fanno sì che l'insoddisfazione sia positivamente correlata con la probabilità di un cambio del CEO, suggerendo quindi che il board interpreti il voto come una non fiducia nei confronti del proprio amministratore delegato. Nella stessa direzione si pone il lavoro di Crawford et al., (2016), condotto su 1.175 voti degli azionisti per il periodo 2010-2013. Gli autori dimostrano come le imprese con elevati "pay

²² Gli autori affrontano il tema del voting con riferimento alla elezione di amministratori.

ratio”²³ registrino un maggior dissenso degli azionisti sui voti espressi tramite il SOP. Affinché l’analisi, non catturi semplicemente un’espressione di insoddisfazione complessiva degli azionisti nei confronti dell’impresa, si è ricorso a due test di falsificazione, esaminando la relazione tra “pay ratio” e altri due punti oggetto di votazione: la ratifica del revisore della società e l’elezione di amministratori. Entrambi i test non evidenziano alcuna relazione, pertanto le informazioni sul pay ratio sono rilevanti per il SOP ma non per altre votazioni.

Cziraki et al., (2010), utilizzando un campione di 290 proposte presentate in nove paesi dell’Europa continentale, tra il 1998 e il 2008, mostrano che, tra le variabili relative alla governance, solo il *CEO’s pay-performance sensitivity* influenza i risultati del voto. Mentre non si riscontra alcun effetto in altre variabili di governance (dimensione del board, executive directors, età media degli amministratori, ceo duality e ceo compensation).

Nell’analisi delle determinanti del voto degli azionisti assumono particolare importanza le raccomandazioni di voto dei *proxy advisor*²⁴. Ertimur et al. (2013) evidenziano come le raccomandazioni di questi soggetti influenzino il voto degli azionisti a seconda della presenza di investitori istituzionali all’interno della struttura proprietaria e della razionalità delle raccomandazioni. Gli autori, mediante una regressione OLS, evidenziano che le determinanti del dissenso sono gli alti livelli di remunerazione del CEO, le basse performance, la maggiore presenza di investitori esterni e le minori dimensioni d’impresa. Il dissenso, invece, è meno elevato nelle imprese che hanno adottato un voto SOP nell’anno precedente. Riguardo l’influenza delle raccomandazioni dei proxy advisor sul dissenso, gli autori evidenziano come una raccomandazione negativa da parte di ISS e GL è correlata positivamente con il dissenso.

La peculiarità del contesto italiano, caratterizzato da imprese con strutture proprietarie concentrate ed una bassa presenza di investitori istituzionali, rende lo studio del say on pay molto interessante.

Negli ultimi anni, sono stati sviluppati diversi lavori empirici da Belcredi et al., 2014, Esposito De Falco et al., 2016 e Belcredi et al., 2017. Nello specifico, Belcredi et al. (2014) esaminano i comportamenti di voto usando dati provenienti dalle assemblee di 226 società nell’anno 2012, primo anno di implementazione del SOP. I risultati mostrano un basso dissenso sulle politiche remunerative, ma non così basso rispetto ai paesi nei quali la proprietà è dispersa, come USA e UK. In particolare, essi trovano che: i) il dissenso è più elevato in imprese ampiamente detenute e negativamente correlato con la quota di partecipazione detenuta dal maggiore azionista; ii) il dissenso è dovuto in gran parte alla presenza e all’impegno degli investitori istituzionali; iii) il dissenso si dimostra più

²³ Il CEO Pay Ratio è il rapporto tra la remunerazione del CEO di un’azienda e la mediana dei lavoratori dipendenti.

²⁴ Le società di proxy advisor forniscono servizi di voto per gli investitori istituzionali, quali le raccomandazioni e rapporti di voto che dettano l’analisi che sottende queste raccomandazioni. Si veda, per un approfondimento, Ertimur et al., (2011), Larcker et al., (2015).

elevato nelle imprese più grandi e più basso nel settore finanziario, quando il voto sulla politica di remunerazione è vincolante; iv) il dissenso ha poco a che fare con le performance della società, ma è correlato positivamente alla remunerazione dell'amministratore delegato.

Esposito De Falco et al., (2016) analizzano il contesto italiano comparandolo a contesti *market based*. Tale lavoro pone l'attenzione a specifiche variabili di governance, quali: concentrazione proprietaria, dimensione del comitato remunerazioni, remunerazione fissa e variabile del CEO. L'analisi si sviluppa in un arco temporale tra il 2012 e il 2014 e prende in considerazione un campione di 120 imprese quotate così suddiviso: 40 imprese per il contesto italiano (FTSE Mib 40), 50 per il contesto australiano (ASX 50) e 30 per il contesto americano (Dow Jones 30). Per il contesto italiano i risultati, in linea con Belcredi et al., (2014), mostrano una relazione negativa tra il dissenso e la concentrazione proprietaria. Una relazione negativa è invece riscontrata, per il contesto americano, tra la remunerazione variabile e il dissenso. Nessuna variabile risulterebbe significativa per il contesto australiano.

Più di recente, Belcredi et al., (2017) utilizzano il SOP per analizzare il dissenso di una specifica categoria di azionisti, ovvero gli investitori istituzionali. Essi individuano che:

- Il dissenso degli azionisti in Italia è mediamente basso ed in linea con gli altri paesi sviluppati, tuttavia il dissenso è sorprendentemente elevato tra gli investitori istituzionali, in particolare tra i gestori patrimoniali (tipicamente, fondi comuni e pensionistici diversificati a livello internazionale), che detengono piccole partecipazioni azionarie (*non blockholders*). Essi sono relativamente più propensi a dissentire, quando hanno preoccupazioni su alcuni aspetti della remunerazione manageriale (in particolare, quando la remunerazione del CEO è alta);
- Il dissenso degli azionisti istituzionali è correlato negativamente con la concentrazione proprietaria. Questa relazione è forte e significativa per i non-blockholders, ma non per gli investitori istituzionali che detengono quote più grandi;
- Il voto degli azionisti istituzionali è fortemente correlato alle raccomandazioni dei proxy advisor. Questo è particolarmente vero per i *non-blockholders*, che hanno meno incentivi per eseguire ricerche autonome e indipendenti. L'influenza dei proxy advisors, inoltre, sembra forte quanto negli Stati Uniti, in coerenza con l'elevato peso delle istituzioni non domestiche nell'ambito degli azionisti istituzionali che partecipano alle assemblee di società italiane quotate.

Secondo la maggior parte degli studi, la variabile chiave che guida il dissenso è il livello di remunerazione del CEO. Tuttavia anche altre variabili relative alla corporate governance e concentrazione proprietaria sono rilevanti (Conyon e Leech, 1994).

Ad esempio Balsam et al., (2016), evidenziano che gli azionisti hanno più probabilità di votare contro la politica di remunerazione, quando l'impresa decreta un'elevata remunerazione, un aumento della remunerazione del CEO rispetto all'anno precedente o in presenza di un aumento non giustificato da fattori economici di performance. Inoltre gli autori individuano che gli azionisti hanno una probabilità di votare contro il pacchetto retributivo in presenza della componente "altra compensazione", ovvero una categoria mista e poco chiara di remunerazione. Interessante è anche il lavoro di Kent et al., (2016) i quali esaminano un gruppo di società non appartenenti all'ASX 300 per capire se l'adozione delle raccomandazioni dell'ASX relative alla composizione e struttura del comitato remunerazioni siano associate ad un minore dissenso. Gli autori spiegano che le precedenti ricerche si erano basate su piccoli campioni di grandi compagnie, mentre nel loro lavoro è stato preso un campione che esclude le top 300, ciò in quanto la teoria istituzionale suggerisce che le imprese di grandi dimensioni basano le loro azioni su ciò che molto probabilmente fanno le altre (isomorfismo), ovvero su ciò che si pensa che siano le *best practice* in materia, mentre quelle di piccole dimensioni adottano volontariamente tali raccomandazioni, e sono dunque più utili ai fini della verifica delle loro ipotesi. I risultati mostrano che un comitato composto per la maggior parte da amministratori indipendenti e da un presidente indipendente, come suggeriva la raccomandazione dell'ASX, non solo non riduce il dissenso, ma lo accentua.

In sintesi, le ricerche precedenti hanno mostrato che la struttura del consiglio e la governance influenzano i risultati aziendali (Adams et al., 2010; Carter et al., 2003). Conyon (2016) evidenzia che la qualità della governance del consiglio (*board governance*) percepita dagli azionisti potrebbe agire come driver del voto e della "voice" degli azionisti. Pertanto, gli azionisti che sono insoddisfatti della qualità della governance potrebbero essere più disposti a votare contro l'executive compensation, data l'opportunità del say on pay. A conferma quindi che "*shareholder voting (voice) acts as a signal to management regarding shareholder preferences*" (Conyon, 2016, p. 6)

Ma cosa si intende per qualità della governance percepita? Gli elementi che la determinano sono stati individuati, in maniera non esaustiva in letteratura, nei seguenti:

1. La dimensione del consiglio di amministrazione. Più grande è il consiglio, minore sarà la qualità della governance;
2. La percentuale di amministratori esterni/indipendenti. Costoro sono positivamente correlati alla qualità della governance, poiché tutelano gli interessi degli azionisti;
3. Riunioni del consiglio di amministrazione. Un numero più elevato di riunioni è sinonimo di maggiore efficienza e diligenza del consiglio.

Più esplicitamente, Renneboog e Szilagyi (2011) sostengono che il voto di dissenso è associato positivamente ad una bassa governance, la quale può essere data da diversi fattori, tra cui un consiglio

di amministrazione di piccole dimensioni. Ci si aspetta, infatti, che un consiglio di amministrazione poco numeroso abbia meno capacità di monitoraggio del CEO e dell'impresa. Conyon (2016), analizzando il dissenso delle imprese facenti parte del S&P 1500 per un periodo tra il 2010 e 2012, pone l'attenzione a singoli aspetti di governance, evidenziando che: il dissenso è correlato positivamente con la remunerazione del CEO, negativamente con le performance aziendali e con la dimensione del board, risultando, infine, statisticamente non significativo rispetto alla percentuale di amministratori indipendenti e positivamente correlato con il CEO duality.

Un altro importante driver della voce degli azionisti sono gli aspetti economico-finanziari relativi alle performance. Si ipotizza che le imprese più performanti attirino di meno il dissenso degli azionisti rispetto alla remunerazione del CEO. È evidente che i buoni risultati economici dimostrano di per sé agli investitori che lo sforzo del CEO è elevato e che gli interessi degli azionisti e degli amministratori sono allineati (Jensen e Meckling, 1976, Jensen e Murphy, 1990).

Si menziona, infine, il lavoro di Hooghiemstra et al. (2015) in cui gli autori sostengono che i risultati del SOP sono associati alla copertura negativa dei media; utilizzando un sample di aziende quotate in Gran Bretagna per il periodo 2002-2009, si evidenzia che la copertura negativa dei media è associata ad una percentuale più elevata di azionisti che votano contro o che si astengono dal voto SOP. Esiste, inoltre, un effetto differenziato fra due tipologie di media: il dissenso è significativamente associato alla copertura negativa della stampa finanziaria e di business (ad esempio Financial Times), mentre è meno evidente per la stampa non specializzata e più generalista (ad esempio Guardian e Times).

2.4 Research problem

Volendo sintetizzare quanto detto fino ad ora, emerge, in primo luogo, che il voto degli azionisti esprime una valutazione del set-up della corporate governance della società; in secondo luogo, che lo *“shareholder voting (voice) acts as a signal to management regarding shareholder preferences”* (Conyon, 2016, p. 6); in terzo luogo, che l'esito del voto dipende da diversi fattori, con risultati a volte contrastanti.

Il consenso degli azionisti su specifiche proposte e questioni è fondamentale per la legittimazione dell'impresa. Esso, infatti, è una caratteristica necessaria del paradigma contrattuale sul quale si fonda il diritto societario (Cox et al., 2015). La literature review, qui evidenziata, mostra che la relazione tra say on pay e qualità della governance è debole (Obermann e Velte, 2017), sebbene il say on pay sia uno strumento fondamentale per la corporate governance, perché promuove l'attivismo degli azionisti e fornisce loro un nuovo strumento di voice. Pertanto la letteratura sul SOP è *“inconclusive”*

tanto circa le determinanti, quanto sugli effetti (Mason et al., 2017; Cuna et al., 2013). Sembra però che il dissenso sia associato ad una governance interna “inferiore”, ovvero a meno amministratori esterni (Cai e Walkling, 2011), board meno indipendenti (Sauerwald et al., 2015), controlli interni più deboli (Sanchez-Marín et al., 2017), un mandato più lungo del CEO (Armstrong et al., 2013), board più piccoli (Renneboog e Szilagyi, 2011).

Dalla letteratura si evidenziano, inoltre, i seguenti gap:

- Mancanza di un’analisi multy-country, poiché i paesi differiscono per l’ambiente giuridico, sistema di governance e meccanismi di mercato (Thomas e Van der Elst, 2013);
- Mancanza di studi basati su misure più avanzate di governance interna ed esterna - ad esempio, competenza e indipendenza dei comitati di remunerazione, diversità del consiglio, ecc;
- Prevalenza di studi basati su metodi di regressione e sull’*event study*.

Ciò premesso, in questo lavoro si è voluto sperimentare se l’adozione di un approccio basato sulle configurazioni potesse individuare e chiarire meglio alcuni aspetti contraddittori delle determinanti del voto. Si è così mirato a verificare le seguenti preposizioni:

- 1) Un elevato dissenso societario fa emergere strutture di governance non soddisfacenti o di scarsa qualità;
- 2) Un basso dissenso non è determinato dalle stesse configurazioni di governance che portano ad un elevato dissenso;
- 3) I fattori che determinano il dissenso non sono il frutto di una relazione causale, bensì di una complessa e dinamica combinazione (e configurazione) di fattori interni ed esterni.

L’assunto di base di tali preposizioni è che la qualità della corporate governance influenza il comportamento degli azionisti. Del resto, come le imprese costituiscono i loro consigli di amministrazione è un’area di ricerca importante all’interno della letteratura di corporate governance (Finkelstein et al., 2009), poiché il modo in cui un board è configurato evidenzia quello che lo stesso può fare (Hendry e Kiel, 2004; Adams et al., 2010). Lo scopo principale del consiglio è un ruolo fiduciario, ovvero quello di rappresentare gli azionisti e massimizzarne il ritorno e può essere raggiunto in due modi (Kim e Ozdemir, 2014): (1) risolvere problemi di agenzia e assicurare la minimizzazione del rischio azionario (protezione della ricchezza) e (2) aiutare i dirigenti a realizzare il potenziale crescente dell’impresa attraverso il coinvolgimento di più soggetti nel processo decisionale strategico (creazione di ricchezza) (Pugliese et al., 2009; Filatotchev, 2007; Becht et al., 2003).

Tuttavia, i risultati inconclusivi sulla relazione tra corporate governance e performance, corporate governance ed executive compensation ed altre aree di ricerca aziendale (Dalton et al., 1998, 2007) hanno suggerito la necessità di riorientare la ricerca tra corporate governance e outcome aziendale. Diverse le cause, quali la non variazione dei meccanismi di governance con il contesto (Filatotchev, 2008), ovvero più in generale un approccio sotto-contestualizzato (Aguilera e Jackson, 2003).

Una letteratura recente ha cercato di sviluppare un approccio configurazionale, secondo il quale i meccanismi di governance interagiscono in modo complesso sui risultati organizzativi (Oh et al., 2016). Questo approccio favorisce una crescente attenzione al concetto di “*bundle of corporate governance*”. Come già evidenziato, e come si avrà modo di approfondire nel capitolo successivo, Aguilera et al. (2015) suggeriscono che la ricerca di una buona governance deve andare oltre la “*one best way*” e dirigersi verso una prospettiva olistica e “*bundle*”. Le strutture di governance, infatti, si caratterizzano per un insieme di elementi/meccanismi che non operano in maniera isolata. In effetti i diversi meccanismi di corporate governance possono sembrare inefficaci se analizzati singolarmente o “*indipendentemente*”, ma possono avere un impatto importante sui risultati in combinazione con altri meccanismi (Aguilera et al., 2011, 2008). Per questo motivo, nel prosieguo del lavoro, si darà spazio all’approccio configurazionale per spiegare e determinare il dissenso degli azionisti.

Capitolo 3: L'approccio configurazionale negli studi della Corporate Governance

3.1 L'approccio configurazionale: caratteristiche e finalità

La letteratura organizzativa ed economica ha da sempre sostenuto l'importanza delle pratiche configurazionali (Meyer et al., 1993) e delle loro complementarità (Milgrom e Roberts, 1995) per spiegare il raggiungimento di un risultato. Un'organizzazione è una “*costellazione multidimensionale di caratteristiche concettualmente distinte che comunemente si verificano insieme*” (Meyer et al., 1993, p. 1175). In altre parole, quando si parla di configurazione, negli studi di management, ci si riferisce al fatto che le pratiche organizzative interagiscono tra di loro e, di conseguenza, potrebbero esserci diverse combinazioni di pratiche per il raggiungimento di un determinato risultato. Ancora, secondo Fiss (2007)²⁵, un approccio configurazionale consiste nel guardare come diversi modelli di pratiche, o caratteristiche tendono a verificarsi insieme, esaminando gli effetti di tali combinazioni sui risultati aziendali.

Attraverso tale approccio si superano alcuni limiti dell'approccio riduzionistico basato su metodi econometrici, tra i quali:

1. La difficoltà di paragonare situazioni contestuali diverse tra loro e, quindi, di effettuare studi cross-nazionali e cross-aziendali che evidenzino similarità e differenze tra i diversi contesti;
2. La dicotomia degli studi precedenti, che correlavano tra loro due variabili per volta, sostituendo al concetto di (singola) variabile quello di configurazioni di variabili.

Ciò premesso, le caratteristiche fondamentali dell'approccio configurazionale sono la congiunzione, l'equifinalità e l'asimmetria (Meyer et al., 1993; Ragin, 2008).

Per congiunzione si intende la proprietà di una variabile per cui è suscettibile di influenzare l'output soltanto in presenza di un'altra variabile. I risultati raramente hanno una sola causa, ma derivano dall'interdipendenza di molteplici condizioni. Ne consegue che la presenza di una seconda variabile determina l'influenza, o la non influenza della prima sull'esito. La congiunzione è anche definita complementarità ed è generalmente teorizzata intorno al concetto di “*internal fit*” tra diversi attributi organizzativi, nel senso che se la presenza di una certa variabile all'interno della configurazione può

²⁵ *A configurational approach suggests that organizations are best understood as clusters of interconnected structures and practices, rather than as modular or loosely coupled entities whose components can be understood in isolation.*” E ancora, configurations can be understood as “*patterns of attributes*” that can lead to different outcomes depending on the context (Fiss, 2007, p. 1180).

“migliorare” anche il valore delle altre, allora quella stessa variabile avrà un “fit” migliore nella configurazione.

Il concetto di equifinalità attiene alla possibilità di giungere al medesimo output tramite combinazioni diverse di variabili; uno stesso risultato, a parità di ipotesi, può essere raggiunto tramite configurazioni di variabili diverse; di conseguenza interazioni tra variabili diverse possono condurre ai medesimi risultati.

L’asimmetria infine indica la circostanza per cui l’assenza delle cause che conducono al raggiungimento di un risultato non necessariamente conduce all’assenza del risultato (in altri termini se la causa X conduce al risultato Y, l’assenza di causa X non porta necessariamente all’inverso del risultato Y). L’assenza del risultato, quindi, va indagata separatamente, perché potrebbe avere altre implicazioni causali, che non corrispondono necessariamente all’assenza delle implicazioni che in precedenza si sapeva conducessero al risultato. L’asimmetria, quindi, implica che la presenza e l’assenza di determinate variabili giocano un ruolo diverso in relazione al raggiungimento dell’output, non necessariamente speculare, e non ottenibile attraverso modelli di regressione lineare; sicuramente quest’ultimo aspetto rappresenta un superamento significativo delle analisi causa-effetto.

Nonostante tali assunti teorici, per molto tempo i ricercatori hanno sofferto un vuoto di strumenti in grado di catturare questa complessità causale (Fiss et al., 2013). Solo di recente, come sottolineano Misangyi et al. (2017), si è registrato un proliferare di studi basati sulle configurazioni, volti ad analizzare in modo più adeguato la complessità causale, tanto da etichettare tale approccio/prospettiva come neo-configurazionale.

Questa “rinascita” del pensiero configurazionale è da attribuire all’uso della “Qualitative Comparative Analysis” (QCA) di Ragin (1987, 2000, 2008), deliberatamente progettata per concettualizzare e analizzare la complessità causale sottesa a molti fenomeni organizzativi (Misangyi et al., 2017, pp. 2-4).

3.2: L’approccio configurazionale e la corporate governance

L’utilizzo dell’approccio configurazionale appare, di riflesso, adeguato per risolvere alcune questioni relative all’ambiguità e non chiara relazione tra corporate governance e outcome aziendale (per una review si veda Dalton et al., 1998). In quest’ottica appare emergere un’idea di analisi dei meccanismi di governance basati sul concetto di sostituzione (*“firm performance depends on the efficiency of a bundle of governance mechanisms in controlling the agency problem”*) (Rediker e Seth, 1995, p. 87) e su interpretazioni più olistiche (Filatotchev e Boyd, 2009), in cui l’efficacia interpretativa dei

fenomeni di governo dipende sempre di più dallo studio delle interdipendenze dei meccanismi di governance in cui non sempre è chiara la causa che determina l'orientamento di un determinato comportamento (fenomeno dell'asimmetria) (Aguilera et al., 2008; Tosi, 2008).

In sintesi, non esiste una configurazione migliore o una configurazione “*all fit all*” (Grandori e Furnari, 2008, p. 462), ma particolari pratiche saranno più efficaci, se espresse in determinate combinazioni, e promuoveranno nuovi modelli di corporate governance.

Recentemente, e da più parti in letteratura, si è auspicato l'utilizzo di approcci “*set theoretical methods and configurational approaches*” per analizzare come diversi fattori di corporate governance si combinino e producano risultati differenti (Schiehll et al., 2014).

Nell'ottica delineata nel presente lavoro si è deciso di adottare l'approccio configurazionale come strategia di ricerca teorica e metodologicamente promettente nel campo della corporate governance, perché capace di evidenziare come i meccanismi di governance aziendale interagiscono e sostituiscono, o si completano tra loro come “bundle” (fasci) correlati di pratiche di governo (Aguilera et al., 2011). Anziché concentrarsi su un approccio “one size fits all” che continua ad interrogare alcuni ricercatori di corporate governance (McCahery e Vermeulen, 2014), si è avvertita la necessità di un'analisi multidimensionale e configurazionale poiché la maggior parte delle relazioni osservate nell'economia sono asimmetriche e seguono percorsi complessi inerenti le varie realtà (Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Woodside, 2014).

Misangyi e Acharya (2014 p. 1703) sostengono, a tal proposito, che “*to truly understand governance effectiveness, we must stop thinking about the mechanisms in isolation, give up the search for the end-all mechanism(s), and instead direct attention to how the various governance mechanisms combine effectively with each other for the particular outcomes desired*”. Per questo motivo l'approccio configurazionale, radicato nella teoria della complessità, potrebbe essere utile nell'analisi della governance aziendale ed supportare lo studioso nel risolvere i risultati *inconclusive* riscontrati in letteratura. Diversi autori, infatti, come si vedrà nel paragrafo successivo, hanno utilizzato l'approccio configurazionale per studiare la relazione tra corporate governance e performance (Garcia-Castro et al., 2013; Misangyi e Acharya, 2014), la corporate governance e le percezioni degli investitori sull'IPO (Bell et al., 2014), la diversità di genere nei settori aziendali e istituzionali (Iannotta et al., 2016), l'efficacia della dualità del CEO (Lewellyn e Fainshmidt, 2017), o la corporate governance nelle imprese familiari (Kraus et al., 2016).

3.2.1 Il concetto di “*bundles of corporate governance*”

Il concetto di “*bundle of governance mechanism*” si riferisce ad una combinazione di pratiche di corporate governance che interagiscono e, di conseguenza, si completano o si sostituiscono a vicenda come un gruppo di pratiche (intese come meccanismi) correlate (Yoshikawa et al., 2014; Aguilera et al., 2011). Il termine, introdotto inizialmente da Rediker e Seth (1995), suggerisce che la performance dell’impresa (*outcome*) dipende dall’efficacia dell’agire simultaneo dei meccanismi di governance (come fascio), anziché dall’efficacia di un solo meccanismo. Tale concetto esprime, per chi scrive, la base teorica dell’approccio neo-configurazionale, negli studi della corporate governance. In quest’ottica, secondo una logica di costi-benefici, la performance di un’impresa dipende dall’efficacia di varie componenti della struttura di governo. Cosicché l’impresa deve trovare il proprio *bundle* di meccanismi sulla base di un compromesso tra costi e benefici, per raggiungere in maniera efficiente la prestazione desiderata. Questa prospettiva è coerente con l’approccio configurazionale, perché sviluppa una nuova visione, individuando meccanismi che interagiscono, si sostituiscono o si completano tra loro. I concetti di sostituibilità e complementarità hanno, quindi, influenzato gli studi di corporate governance (Ward et al., 2009; Schiehl e Martins, 2016) e trovano un’applicazione pratica in un approccio configurazione basato sul concetto di bundle.

Schematicamente il concetto di “*bundle*” può essere riassunto in quattro “*insight*” (Schnyder, 2012, p, 11 e segg): “*configurational claim*”, “*equifinality claim*”, “*contingency claim*”, “*degrees of implementation claim*”.

I primi due aspetti sono stati già descritti. L’idea fondamentale dell’approccio di bundle della corporate governance considera che l’effetto di una, o più attività (o pratiche) di governo è raggiungibile se i meccanismi di corporate governance vengono studiati o applicati in combinazione con altri, invece che impiegati singolarmente (si rifiuta il “*net effects thinking*”; Ragin, 2008). Inoltre, diversi bundle possono portare ad un uno stesso risultato (equifinalità) che, in un contesto di governance, vuol dire che diverse configurazioni di meccanismi di corporate governance possono risultare altrettanto efficaci (Aguilera et al., 2012).

Il terzo *insight*, relativo alla teoria della contingenza, suggerisce che la natura dell’interazione tra i meccanismi di corporate governance e il tipo di bundle (ovvero configurazioni) che si osservano, possono essere contingenti al contesto, sia a livello aziendale (Ward et al., 2009) che ambientale (Filatochev 2008). Non esiste un’organizzazione più efficiente o migliore di un’altra, poiché ogni impresa è soggetta a fattori contingenti (endogeni o esogeni) che la rendono unica, rispetto ad altre organizzazioni, ed ogni organizzazione risente della propria *path dependence* (Esposito De Falco,

2014). Tale assunto rinforza l'idea, in precedenza espressa, di una teoria istituzionale che meglio spiega i fenomeni della corporate governance.

È possibile distinguere tre tipologie di contingenze:

- 1) Contingenze organizzative, ovvero il modo in cui le imprese sono strutturate (si pensi agli aspetti relativi agli assetti proprietari);
- 2) Contingenze ambientali, ovvero leggi e regolamenti o, più in generale, contesti istituzionali in cui l'impresa opera;
- 3) Contingenze temporali, intese come variazione nel tempo tanto delle leggi quanto dei comportamenti degli attori.

La corporate governance, in questo caso, dev'essere considerata come una disciplina in movimento, per cui ciò che poteva essere best practice negli anni '90, o prima della crisi, potrebbe risultare inadeguato oggi (si pensi a mero titolo di esempio, all'utilizzo di stock option dopo il caso Enron²⁶).

Ne consegue un rafforzamento dell'idea che qualsiasi configurazione deriva dell'evoluzione sociale, culturale, storica, politica ed economica di un determinato contesto²⁷.

Infine, la quarta intuizione dell'approccio bundle si riferisce al grado di implementazione o di intensità delle attività di governo. Ad esempio una practice di governance non è del tutto presente o assente in un'impresa, in quanto le caratteristiche dell'impresa e del contesto, in cui operano, potrebbero rendere molto differente la sua applicazione: ad esempio, anche se due imprese possiedono lo stesso numero di amministratori indipendenti, la definizione e l'intensità dell'indipendenza può variare notevolmente tra le due società.

Quanto descritto implica che bisogna distaccarsi da una visione dei meccanismi come attività dicotomiche (presenza o assenza) di elementi delle corporate governance che producono effetti "indipendenti" (dal contesto interno ed esterno e dalle interazioni – bundle – tra le varie attività); la corporate governance (intesa come insieme di meccanismi e interazioni) è considerata "best practice" nel senso che essa dipende dalla presenza/assenza e dalla intensità di altre "practice" (Schnyder, 2012, p. 15).

²⁶ Con ciò non si vuole dire che le stock option non possono costituire uno strumento di best practice, ma le stesse devono essere legate ad un'ottica di lungo periodo.

²⁷ A tal riguardo Barile e Gatti (2007, p. 159-160), affermano che *"i modelli di corporate governance non sono altro che una costruzione sociale che riflette un corpus di idee, norme, regole e codici di comportamento. Essi non possono essere ricondotti ad oggettivi principi aprioristici validi universalmente, in quanto sono il frutto irripetibile della storia, degli individui che l'hanno vissuta, dei contesti nei quali si è svolta, e dei contesti nei quali deve produrre effetti. [...] tali modelli evidenziano i confini simbolici di azione degli attori economici - istituzioni comprese - dettati dai valori di riferimento di una data comunità."*

La prospettiva “bundle” presenta vantaggi e svantaggi ed ha influenzato gli studi di “comparative corporate governance”, sia a livello “firm” che “national” (Al-Baidhani, 2014; Millar, 2014). Dalla tabella seguente, emerge come l’attenzione a tale prospettiva sia molto recente.

Tabella 3: Sintesi di alcuni lavori basati sul concetto di bundle of corporate governance

ANNO	AUTORE/I	TITOLO	RISULTATI-INSIGHT
1995	Rediker, K. and Seth, A	<i>Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms</i>	Poiché una varietà di meccanismi sono utilizzati per ottenere l'allineamento degli interessi tra azionisti e manager, il livello di un particolare meccanismo dovrebbe essere influenzato dai livelli di altri meccanismi che operano contemporaneamente in azienda. Ci sono effetti di sostituzione all'interno dei vari meccanismi di governo. Esiste una relazione tra il monitoraggio degli amministratori esterni e i seguenti meccanismi: il monitoraggio da parte di azionisti esterni, il controllo reciproco di azionisti interni e gli effetti di incentivazione di partecipazioni da parte dei dirigenti.
2008	Aguilera,R.V., Filatotchev,I., Gospel,H., Jackson, G.	<i>An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities</i>	Sviluppo di una critica alla ricerca di corporate governance, in particolare sulla teoria principale-agente e la teoria degli stakeholder; proposto un quadro per guardare le interdipendenze ambientali di corporate governance in termini di costi, contingenze e complementarità legati alle diverse pratiche conosciute.
2009	Ward, A. J., Brown, J. A., Rodriguez, D.	<i>Governance bundles, firm performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms</i>	Esaminati i bundle di governo sia secondo l’agency theory, sia secondo la stewardship theory, per collegare la precedente base teorica ad una ricerca empirica. Nello specificare il ruolo della performance aziendale e nel determinare il mix di meccanismi all’interno del bundle di governo, gli autori trovano che questi meccanismi di governo agiscono in modo complementare o sostituibile. Inoltre hanno dimostrato che, in condizioni di scarso rendimento, gli azionisti possono fornire un monitoraggio esterno efficace, che può migliorare l'efficienza della governance della società.
2011	Aguilera, R., Desdender, K. Castro L. R. K.	<i>A bundle perspective to Comparative Corporate Governance</i>	Vi è una vasta gamma di combinazioni di attività di governo societario che le imprese possono adottare, ma potrebbero essere limitate dall'ambiente e dalle pratiche disponibili.
2012	Aguilera, R.V.	<i>Michel Goyer: Contingent Capital: Short-term Investors and the Evolution of Corporate Governance in France and Germany</i>	Intuizione critica sull'importanza dei bundle di attività di governo societario, che sta diventando sempre più importante nella ricerca comparativa di corporate governance.

2012	Azim, M.	<i>Corporate governance mechanisms and their impact on company performance: A structural equation model analysis</i>	Il concetto dei bundle di governo societario è efficace per allineare gli interessi dei manager e degli azionisti; l'effetto di un qualsiasi meccanismo non può fornire risultati simili, a causa dell'effetto di sostituzione e di complementarità. Da questa ricerca si possono ridurre i problemi dei conflitti di agenzia.
2013	Schepker, D. Oh, W.	<i>Complementary or substitutive effects? Corporate governance mechanisms and poison pill repeal</i>	I meccanismi di governance multipli sono utilizzati da CdA e proprietà come complementi per limitare l'opportunismo dei manager; le organizzazioni possono utilizzare altri meccanismi di governance come compromesso per limitare i poteri dei manager.
2014	Aslan, H. Kumar, P	<i>National Governance Bundles and Corporate Agency Costs: A Cross-Country Analysis</i>	Gli autori hanno proposto e realizzato un modello per formare bundle nazionali di governo, combinando fattori individuali di Governo Nazionale (NGFs), che sono correlati ai costi agenzia e ai livelli organizzativi. Dal momento che i bundle nazionali di governo rappresentano particolari raggruppamenti di singoli NGFs, mirati a costi specifici di agenzia, ci sono effetti di sostituibilità e complementarità: in primo luogo, tra i NGFs e meccanismi di governance a livello di impresa; in secondo luogo, tra gli stessi NGFs. Fornendo indicatori disponibili per differenti costi di agenzia di un'azienda, questi 'bundles' possono guidare i politici per definire un quadro giuridico e normativo per la corporate governance a livello nazionale.
2014	Kim, Y. Ozdemir, S.	<i>Structuring corporate boards for wealth protection and/or wealth creation: The effects of national institutional characteristics</i>	Meccanismi di governance interni ed esterni possono essere combinati in 'bundles'. Meccanismi di governo dai livelli interni dell'impresa e esterni dalla nazione, potrebbero essere allineati per formare bundle di governo nazionali. Questa complementarità supporta sistemi aperti di corporate governance e rifiuta l'idea di una struttura ottimale di governo. Gli autori integrano varie teorie di corporate governance per spiegare il modo in cui una società organizza il consiglio per svolgere le funzioni fiduciarie efficacemente.
2014	Millar, C.	<i>To be or not to be: The existential issue for national governance bundles</i>	La cultura e le esigenze etiche del paese in cui una azienda opera influenzano lo sviluppo di bundle di governo. Istituzioni formali e leggi sviluppano un allineamento con i meccanismi di governo informali. Queste componenti formali e informali del bundle interagiscono per realizzare la corporate governance desiderata e sarà soggetto a modifiche in caso di mancata soddisfazione della società. Pertanto, vi è un uso continuo di una miscela di meccanismi di governo.

2014	Schiehl, E., Ahmadjian C., Filatotchev, I.	<i>National governance bundles perspective: Understanding the diversity of corporate governance practices at the firm and country levels</i>	Gli articoli e commenti inclusi rivelano una promessa nei bundle nazionali di governance, e accennano a quanto lavoro empirico e teorico resta ancora da fare. Si mostra come l'attenzione per l'interazione tra meccanismi di governo aziendale e nazionale arricchisce la comprensione della corporate governance comparativa e aiuta a individuare come e perché le attività di governo variano sia attraverso che all'interno dei sistemi nazionali.
2014	Yoshikawa, T., Zhu, H., Wang, P.	<i>National Governance System, Corporate Ownership, and Roles of Outside Directors: A Corporate Governance Bundle Perspective</i>	Questo studio arricchisce il crescente corpo di ricerca sugli aspetti della complementarità e della sostituzione nella corporate governance, mettendo in evidenza il ruolo dei bundle nell'influenzare l'impegno degli amministratori, e di conseguenza forniscono ulteriori elementi per migliorare la comprensione del cambiamento dei sistemi di corporate governance attraverso e all'interno dei paesi.

Fonte: Adattamento e traduzione da Al-Baidhani, 2014

Come evidenziato dalla tabella, parallelamente ad un concetto di bundle a livello impresa, si è sviluppato anche un concetto di bundle a livello paese (country). La prospettiva della “National Governance Bundles²⁸” trova sostegno nel lavoro di Aoki e Jackson (2008) in cui gli autori evidenziano la presenza di vari sistemi di collegamento tra i meccanismi di corporate governance e l’architettura organizzativa, le cui implicazioni funzionali non possono essere adeguatamente comprese in un framework standard. In questo modo, si sviluppa un’idea di sistemi di corporate governance costituiti da bundle di forze esterne (a livello nazionale) e interne (a livello di imprese) interrelate o addirittura intrecciate, che determinano strutture e processi (Judge, 2010). In conclusione, la prospettiva bundle è un approccio promettente per capire meglio il funzionamento e l’efficacia delle configurazioni di corporate governance, che sono contingenti ad una combinazione di meccanismi.

3.2.2 I meccanismi di corporate governance

Per superare i problemi di corporate governance (primo fra tutti il problema di agenzia), la letteratura sostiene che possono essere applicati diversi meccanismi (Agrawal e Knoeber, 1996; Dennis e McConnell, 2003). Una classificazione più generale e comunemente usata è quella che distingue i meccanismi in interni (ad esempio, consiglio di amministrazione) ed esterni (ad esempio,

²⁸ I “National Governance Bundles” non devono essere confusi con i “National Governance System”. I secondi infatti sono costituiti da istituzioni formali come leggi e regolamenti, regole e procedure politiche ed economiche e altri vincoli espliciti sul comportamento aziendale, nonché le istituzioni informali, comprese normative, convenzioni, codici di condotta e valori non scritti ma abbastanza influenti (North, 1990).

blockholders) (Walsh e Seward, 1990) al sistema impresa. Una seconda distinzione è tra meccanismi che servono a monitorare (ad esempio, amministratori indipendenti), o ad allineare (ad esempio, piani di remunerazione) i comportamenti e le decisioni degli amministratori.

Jain e Jamali (2016) distinguono, invece, i meccanismi a livello istituzionale, di impresa, di gruppo e individuale (Figura 8).

Figura 8: Una classificazione dei meccanismi di Corporate Governance

Meccanismi di CG a livello istituzionale	Meccanismi di CG a livello d'impresa	Meccanismi di CG a livello di gruppo	Meccanismi di CG a livello individuale
Istituzioni formali:	Struttura Proprietaria:	Struttura del consiglio:	Demografia CEO:
Fattori legali e politici: - Rule Based VS Relation Based - Common law VS Civil Law - Economie di mercato liberali VS economie di mercato coordinate - Indice Anti self-dealing - Esposizione al mercato del controllo societario -Regolamentazione stringente	Proprietà concentrata: - Shareholding Institutional - Proprietari di blocco - Proprietà Manager/TMT	- Dimensione consiglio - Indipendenza del consiglio - Dualità CEO - Politiche di remunerazione	- Età - Genere - Qualifica
Istituzioni Informali:		Capitale sociale del consiglio e Risorse Network:	Caratteristiche socio-psicologiche del CEO:
Norme, valori e cultura - Individualismo - Differenze di potere - Differenze di genere		- Board interlocking - Esperienza della dirigenza	- Esperienza - Ideologia politica
		Demografia del consiglio:	
		- Diversità di genere	

Fonte: elaborazione propria da Jain e Jamali (2016)

È importante notare che la maggior parte degli studi empirici è stata focalizzata principalmente sui meccanismi di governance interni e, in particolare, hanno cercato di analizzare la relazione tra performance e i tre meccanismi: il consiglio di amministrazione, la proprietà e gli incentivi manageriali²⁹. Questi tre meccanismi interni della corporate governance condividono la logica che, quando effettivamente implementati, dovrebbero allineare gli interessi dirigenziali e degli azionisti e

²⁹ Per quanto concerne il consiglio di amministrazione, i meccanismi più analizzati riguardano l'indipendenza del consiglio e la presenza del CEO Duality. Per quanto riguarda la concentrazione proprietaria, si ritiene che maggiore è la concentrazione maggiore sarà il monitoraggio dei proprietari. Per il terzo elemento ci si riferisce generalmente alle politiche retributive.

portare ad una maggiore performance finanziaria (Aguilera et al., 2015). Si è visto, finora, che gli studi che analizzano i meccanismi interni sono molteplici; risultano, invece, carenti quelli che evidenziano i meccanismi esterni. Una prima review dei meccanismi esterni è fornita da Aguilera et al., (2015), i quali individuano sei meccanismi, quali l'ambiente legale, il market for corporate control, i revisori esterni, lo shareholder activism, le organizzazioni di rating e i media. Gli autori dimostrano che i meccanismi di governance esterni agiscono sia come forze indipendenti, sia in combinazione con i meccanismi interni di corporate governance. Ricorrendo alla prospettiva bundle, ed alla interrelazione tra meccanismi di governo societario (Denis e McConnell, 2003), si sostiene che ciascun meccanismo può interagire tanto con quelli interni tanto con quelli esterni, e richiamando il principio di complementarità e sostituzione, si può verificare come questi meccanismi si combinano tra loro per creare bundle di governance³⁰

3.3 Lo stato dell'arte dell'applicazione della QCA negli studi di Corporate Governance

La ricerca sulla corporate governance finora si è basata sulla costruzione di relazioni lineari, privilegiando relazioni di causalità unidirezionale (Goergen et al., 2010). Tali assunti, tuttavia, come si è visto, non rispecchiano la complessità della realtà della corporate governance. In effetti, l'applicazione di modelli lineari appare inadeguata alla complessità della realtà in cui viviamo, che solleva sempre nuove domande sui ruoli manageriali, sui contesti organizzativi e sui cambiamenti della governance nel tempo (Tihanyi et al., 2014). La corporate governance, dunque, va considerata come un insieme di forze interconnesse o intrecciate a livello nazionale e aziendale, alla base delle strutture e dei processi che coinvolgono i rapporti tra management e azionisti (Schiehll e Martins, 2016; Schiehll et al., 2014).

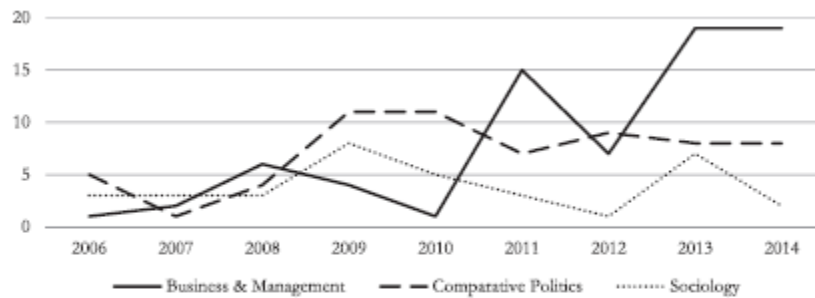
Per creare una corrispondenza tra nuovi approcci teorici (neo-configurazionale) e metodologie di analisi, gli studiosi stanno utilizzando *set theoretical methods* e metodi basati sulle configurazioni.

A tal proposito, la "Qualitative Comparative Analysis" è stata impiegata nei più recenti lavori di governance sulle configurazioni sostituendo i metodi tradizionali basati sulla regressione (Ragin, 2008; Vis, 2012; Garcia-Castro e Ariño, 2016). I metodi set-teorici e, in particolare, QCA, risultano appropriati per *"esplorare e mappare le diverse configurazioni esistenti di corporate governance all'interno delle imprese e nei modelli di governance insider-outsider, nonché per valutare la loro efficienza relativa"* (Garcia-Castro et al., 2013 p. 391).

³⁰ Una applicazione di tali concetti si riscontra nei lavori di Misangyi e Acharya, 2014; Bell et al., 2014; Garcia-Castro et al., 2013 come si avrà modo di verificare nel paragrafo successivo.

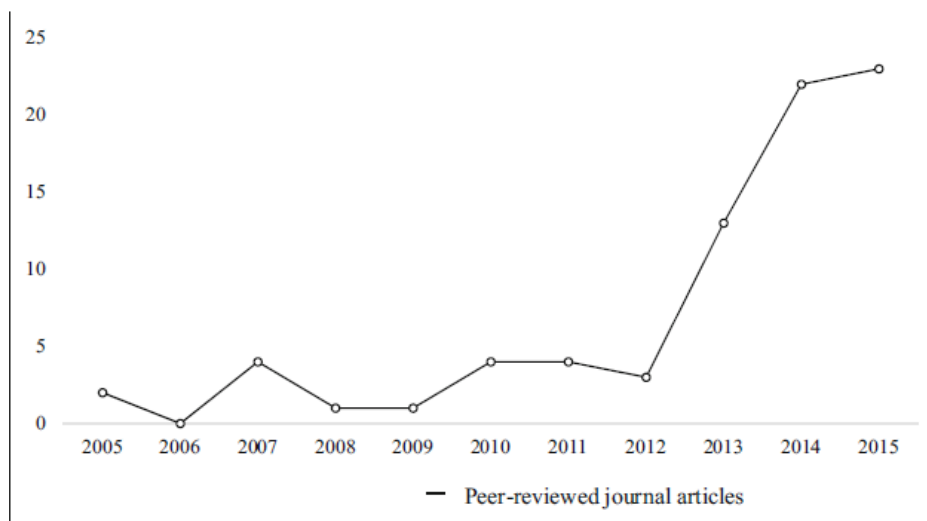
In coerenza con quanto sostenuto in questo lavoro, e considerato il forte sviluppo della tecnica QCA negli studi empirici sul management (si veda figura 9 e 10), si presenta a seguire una mappatura dello stato dell'arte dell'applicazione di tale tecnica nel campo specifico della corporate governance.

Figura 9: Numero di articoli che utilizzano la QCA suddivisi per disciplina, anno 2006-2014



Fonte: Wagemann et al., 2016

Figura 10: Sviluppo cronologico di articoli che applicano la fs/QCA in Business & Management Research



Fonte: Kraus et al., 2017

In tal modo, si è inteso contribuire non solo alle precedenti review relative alla corporate governance, quali quelle di McNulty et al., (2013) e Ahrens et al., (2011), ma anche alle più recenti review relative all'applicazione della QCA in generale (Rihoux et al., 2013; Schulze-Bentrop, 2013; Roig-Tierno et al., 2017) e nel campo del Business Management (Berger, 2016, Kan et al, 2016, Wagemann et al., 2016). Ciò premesso, si è cercato di comprendere:

- Come viene utilizzata la QCA negli studi della corporate governance?
- Che cosa si apprende dall'implementazione della metodologia?

c) Chi sono gli autori, le pubblicazioni e le riviste chiave che influenzano la comunità accademica e la diffusione della QCA nel campo della corporate governance?

Per rispondere a questi quesiti si è proceduto ad un'analisi dello stato dell'arte dell'applicazione della QCA, mediante una review sistematica della letteratura e una “*bibliographic coupling analysis*”³¹.

In linea con gli obiettivi posti nel lavoro, in tal modo si è cercato di individuare articoli e riviste che influenzano la discussione accademica all'interno del flusso di ricerca emergente, attraverso l'associazione di idee (Garfield 1955). Per mappare tutte le pubblicazioni esistenti nel campo della corporate governance che utilizzano la QCA, sono stati percorsi i seguenti step (Amani e Fadlalla, 2017):

- Step 1. Scopo dello studio. Lo studio si concentra sull'applicazione della QCA nell'area di ricerca della corporate governance;

- Step 2. Identificazione dei termini di ricerca. Per definire l'ambito di studio, sono utilizzate diverse stringhe di ricerca nel titolo, abstract e parole chiave, quali: “corporate governance” e “qualitative comparative analysis”, “corporate governance e QCA”, “corporate governance e set theoretic”;

- Step 3. Raccolta degli articoli. L'arco temporale di analisi va dal 1987 (lavoro seminale di Ragin, 1987) fino a Febbraio 2017, sulle banche dati Scopus ed EBSCO, database comunemente utilizzati nel campo delle review di letteratura relative alla corporate governance (Cuomo et al., 2016). Inoltre, per aumentare la qualità della raccolta, sono stati utilizzati altri database: Google Scholar e Compass bibliography. Questa procedura di ricerca ha prodotto un campione finale di 20 articoli;

- Step 4. Filtrazione degli articoli: è stato eseguito un processo di ispezione manuale e filtraggio per includere solo i documenti che soddisfano i seguenti criteri di inclusione: 1) applicazione specifica della QCA nel campo della corporate governance; 2) descrizione del motivo per cui la QCA è stata utilizzata; 3) articoli pubblicati in rivista o book peer review. Un totale di 15 articoli soddisfa tali requisiti;

- Step 5. Valutazione dei contenuti: Seguendo le review di McNulty et al., (2013) e Pugliese et al. (2009), sono stati identificati una serie di categorie per codificare tutti gli elementi di base dei paper, quali: 1) data di pubblicazione; 2) prima nazionalità dell'autore; 3) numero di autori; 4) argomento di ricerca principale; 5) contesto di analisi. Altri criteri sono derivati dalle linee guida per l'applicazione della QCA (Schneider e Wagemann, 2010) e dalla review di Rihoux et al. (2013); 6) tipologia di QCA

³¹ Una systematic literature review consiste in una ricerca completa di studi relativi ad un argomento specifico, che vengono poi sintetizzati e valutati secondo metodi predeterminati (Tranfield et al., 2003). L'accoppiamento bibliometrico, invece, misura la somiglianza tra papers per il numero di citazioni che due documenti hanno in comune (Zupic e Čater, 2015). Questo approccio è adatto per identificare e descrivere le tendenze attuali e le future priorità all'interno di flussi di ricerca (Vogel e Güttel, 2013)

utilizzata; 7) combinazione con altre tecniche di analisi; 8) tipologia di unità di analisi; 9) numero di casi utilizzati; 10) numero di condizioni; 11) modalità di presentazione dei risultati. Infine, sono stati aggiunti altri criteri: 12) la presenza di ipotesi e/o proposizioni; 13) il numero di ipotesi e/o proposizioni; 14) la tipologia di output analizzato; 14) il software utilizzato per l'analisi.

La tabella seguente mostra alcune informazioni di base dei paper analizzati.

Tabella 4: Lista paper post filtraggio

Anno	Journal/Book	Autori	Titolo
2013	Corporate Governance: An International Review	García-Castro R., Aguilera R., Ariño M.,	Bundles of Firm Corporate Governance Practices: A Fuzzy Set Analysis
2013	in Peer C. Fiss, Bart Cambré, Axel Marx (ed.) Configurational Theory and Methods in Organizational Research	Jackson G., Ni N	Understanding complementarities as organizational configurations: using set theoretical methods
2014	Academy of Management Journal	Misangy V., Acharya A.,	Substitutes or Complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms
2014	Academy of Management Journal	Bell R.G., Filatotchev I., Aguilera R.G.	Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: an institutional perspective
2014	Strategic Management Journal	Garcia-Castro R, Francoeru C.,	When more is not better: complementarities, costs and contingencies in stakeholder management
2015	Corporate Governance: An International Review	Iannotta M., Gatti M., Huse M.,	Institutional Complementarities and Gender Diversity on Boards: A Configurational Approach
2016	Strategic Management Journal	Greckhamer T.	Ceo compensation in relation to worker compensation across countries: the configurational impact of country-level institutions
2016	Journal of Business Research	Pinto I., Picoto W. N	Configurational analysis of firms' performance: Understanding the role of Internet financial reporting
2016	Academy of Management Journal	Campbell J.T., Sirmon D.G., Schijven M.	Fuzzy logic and the market: a configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements
2016	Revista de Administração de Empresas	Carmona P., De Fuentes C., Ruiz C.	Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis
2016	Journal of Small Business Strategy	Felício J.A., Rodrigues R., Samagaio A.	Corporate governance and the performance of commercial banks: a fuzzy-set qca approach
2016	Journal of Management Studies	Haxhi I., Aguilera R V.,	An Institutional Configurational Approach to Cross-National Diversity in Corporate Governance
2016	Journal of Business Research	Lassala C., Carmona P., Momparler A.,	Alternative paths to high performance of independent financial advisors: A fuzzy-set analysis

2016	Journal of Management & Governance	Lewellyn K B., Muller-Kahle M.,	The configurational effects of board monitoring and the institutional environment on CEO compensation: a country-level fuzzy-set analysis
2017	Organization Studies	Lewellyn K.B., Fainshmidt S.	Effectiveness of CEO Power Bundles and Discretion Context: Unpacking the 'Fuzziness' of the CEO Duality Puzzle

Dall'analisi emerge che l'uso della QCA negli studi di corporate governance sia in crescita, nel corso degli ultimi anni, in linea con quanto accade negli studi di management (Wagemann et al., 2016). L'anno 2013 può essere considerato come l'anno della "prima pietra" per gli studi della corporate governance, come detto anche da Garcia-Castro et al., (2013, p. 404).

Tabella 5: Criteri utilizzati per l'analisi dei paper e risultati dell'analisi

Criteri di analisi	Significato	Variabili	Risultati
Data di pubblicazione	Anno di pubblicazione	2013:2014; 2015; 2016; 2017	2: 2013; 3:2014; 1:2015; 8: 2016; 1: 2017
Nazionalità degli autori	Paese del primo fimatario	1 UK, 2 US, 3 Europe (no UK), 4 China, 5 Australia & New Zealand, 6 Canada, 7 Middle East, 8 Singapore	6 : US 9: Europe
Team di ricerca	Numero di autori	Uno, due, tre o maggiori	1: uno 6: due 8: tre
Topic	Tema centrale dell'analisi	1 board/directors, 2 management, 3 investors/ shareholders, 4 CG mechanisms	3: board/director 4: management 2: investors/shareholders 6: CG mechanism
Research setting	Paese analizzato	1 UK, 2 US, 3 Europe (no UK), 4 China, 5 Australia & New Zealand, 6 Middle East, 7 Asia, 8 Africa, 9 multi countries	2: UK 3: US 3: Europe 1: Asia

			6: multi countries
Tipologia di QCA	Tipologia di QCA utilizzata	Crisp-set (csQCA), Fuzzy-set (fsQCA) Multivalued (mvQCA).	0: csQCA 15: fsQCA 0: mvQCA
Combinazione con altre tecniche	Utilizzo di altre tecniche	Si, No	3: Si 12: No
Tipologia di casi	Classificazione dei casi in Quattro categorie	Organization/firms, individual, country or state and other unit of analysis that do not fit in the first three categories	11: Organization 4: Country
Numero di casi	Sample utilizzato	Very small: <20; Small: 21-50; Intermediate: 51-200; Large >201	Very small: 0; Small: 5 Intermediate: 4 Large: 6
Presenza di ipotesi o considerazioni	Presenza o assenza di ipotesi/considerazioni	No; Prima dell'analisi; Dopo l'analisi;	3: no 9: prima dell'analisi 3: dopo l'analisi
Numero di condizioni	Numero di condizioni utilizzato	Meno di tre Tra quattro e sei Più di 7	1: meno di tre 7: tra quattro e sei 7: Più di 7
Metodi per presentare la QCA	Metodi per presentare i risultati	BN= Boolean Notation; CP = Circle presentation; TT = Truth table; XY = XY plot	0: BN 14: CP 1: TT 0: XY plot
Numero di ipotesi e considerazioni	Numero di ipotesi e considerazioni	Meno di due Tra tre e cinque Più di 6	3: meno di due 4: tra tre e cinque 5: più di sei
Outcome analizzato	Tipologia di outcome analizzato	Variables related to: Economical/financial indices; Compensation;	11: Economical/financial indices; 2: Compensation 2: corporate governance characteristics

		Corporate governance characteristics	
Software	Tipologia di software utilizzato	Stata; fsQCA v2/2.5; R; Tosmana. No info	3: Stata 6: fsQCA v2 1:R 0: Tosmana 5: No info

Fonte: nostra elaborazione

L'analisi mostra (Tabella 5) che la maggior parte degli studi pubblicati provengono da studiosi con sede nelle istituzioni europee, in particolare Spagna (4) e Portogallo (2). La QCA appare particolarmente adatta per i topic della corporate governance basati sulla prospettiva "bundle". Nel dettaglio, alcuni autori hanno analizzato il rapporto tra corporate governance e performance (Garcia-Castro et al., 2013; Misangyi e Acharya, 2014), corporate governance e percezioni degli investitori sulla valenza IPO estera (Bell et al., 2014), diversità di genere nei settori aziendali e istituzionali (Iannotta et al., 2016), l'efficacia del CEO duality (Lewellyn e Fainshmidt, 2017).

Più in generale, è possibile constatare che i ricercatori utilizzano la QCA per studiare uno dei temi che da sempre ha affascinato gli studiosi di governance: la relazione tra performance e caratteristiche di corporate governance. Ciò è dimostrato anche dalla scelta dell'output, chiaramente identificato in variabili relative agli indici economico-finanziari (ROE, ROA, Q Tobin). In linea con McNulty et al., (2013), i risultati confermano una crescita e un movimento da progetti di ricerca individuali a progetti di ricerca più collaborativi. Per quanto riguarda il contesto analizzato, i risultati mostrano che la maggior parte degli studi sono focalizzati sul contesto multinazionale (6) e, sotto questo aspetto, la QCA è più vicina agli articoli quantitativi e meno a quelli di natura qualitativa (McNulty et al., 2013; Zattoni e Van Ees, 2012).

Per quanto la QCA dovrebbe essere applicata insieme ad altre tecniche di analisi dei dati in un progetto di ricerca (Schneider e Wagemann, 2010), i dati dimostrano che la combinazione di QCA con altri metodi convenzionali non è frequente, a differenza di quanto evidenziato dalla revisione di Kan et al. (2016) per le applicazioni QCA nel management. Infatti, solo in due casi l'applicazione della QCA è stata anticipata mediante tecniche di regressione (OLS) e in un solo caso le tecniche di regressione sono state utilizzate successivamente come *robust check* (Lewellyn e Fainshmidt, 2017).

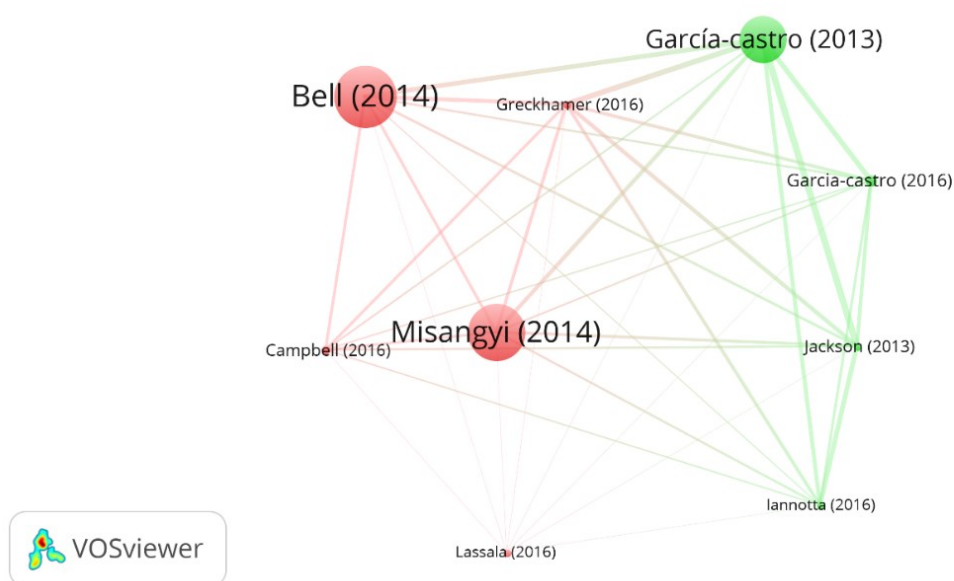
Nella maggior parte degli articoli, l'oggetto di analisi è la singola impresa (11) e, talvolta, i contesti nazionali. Per quanto concerne il numero di casi analizzato, varia da un minimo di 27 ad un massimo di 2772 imprese. Tale risultato sottolinea come, nel campo della corporate governance, la QCA non

viene applicata a sample di piccole dimensioni. Tale risultato potrebbe essere considerato sorprendente, dato che lo scopo iniziale del metodo era quello di analizzare campioni di piccole dimensioni, e contrasta con le applicazioni nel campo più in generale del management (Berger, 2016). Un dato sicuramente certo è che tra le diverse tipologie di QCA (come si vedrà meglio nel capitolo successivo), la QCA fuzzy-set è la tecnica di analisi più abituale. Come notato da Berger (2016), la tendenza a creare ipotesi o proposizioni è in aumento. Questo è vero anche nella ricerca sulla corporate governance, perché solo nel 20% dei casi non esiste una presenza di ipotesi o proposizioni. In questo modo possiamo confermare che QCA è diventato un metodo per la sperimentazione di ipotesi (Thiem e Dusa, 2013) che, in un numero medio alto, vengono sviluppate prima dell'analisi empirica.

L'analisi, in conclusione, mostra che il numero di condizioni utilizzato varia da 4 a 10, con un numero più elevato di paper che si attestano ad un livello medio compreso tra 4 a 6, in linea con i risultati di Rihoux et al., (2013). Infine, i risultati dimostrano che la modalità di presentazione più popolare è la rappresentazione a cerchio in linea con Berger (2016). Il software fs / QCA è di gran lunga il software più diffuso (6), seguito da Stata (3).

La successiva analisi bibliometrica di accoppiamento ha determinato una matrice di articoli legati tra loro da citazioni comuni (Figura 10). In particolare, 9 su 15 articoli esaminati sono collegati da almeno una citazione comune. La rete è mostrata nel layout "atlante della forza", che sottolinea l'attrazione tra i nodi fortemente collegati e l'intensificazione della dispersione tra i nodi, che si respingono a vicenda in base alle loro connessioni. I nodi simboleggiano documenti che includono citazioni, mentre i bordi rappresentano gli accoppiamenti bibliografici, cioè il numero di riferimenti che condividono i due nodi. I legami più forti sono presentati da linee più spesse.

Figura 11: Mappa dei documenti in base all'accoppiamento bibliografico

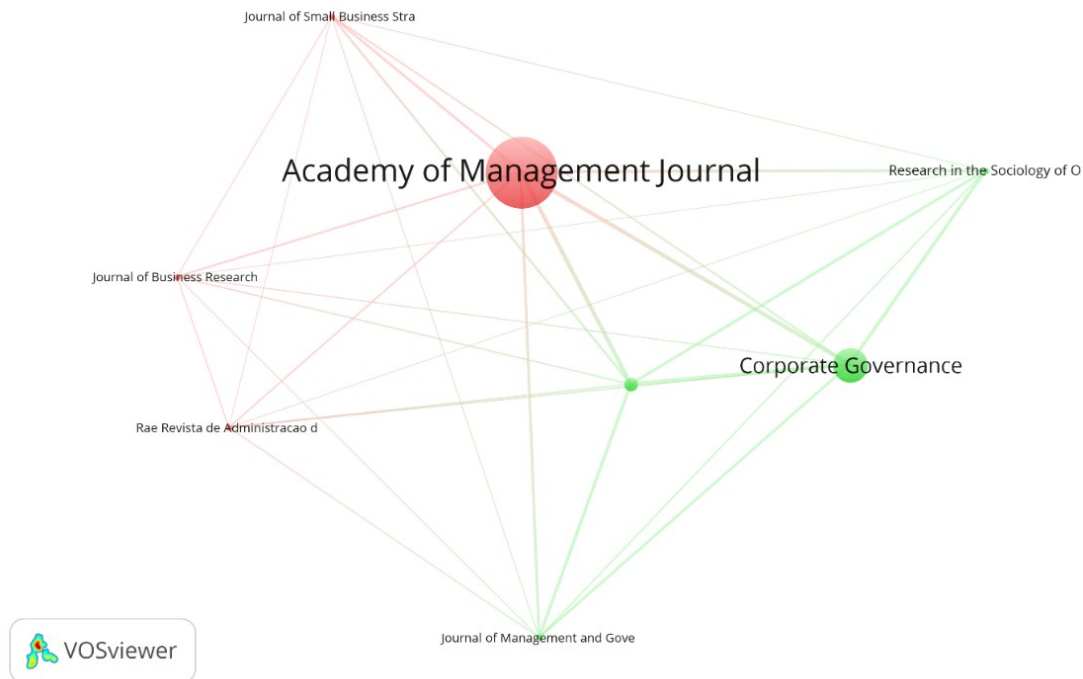


Fonte: elaborazione propria

Come si può notare dalla figura 10, la rete è dominata da tre articoli, in termini di citazioni. Sorprendentemente, anche se García-Castro, Aguilera e Ariño (2013) sono i primi autori che hanno utilizzato la QCA nel campo della corporate governance, la discussione accademica si focalizza maggiormente sui lavori di Misangyi e Acharya (2014) e Bell et al., (2014).

La Figura 11 rappresenta la rete risultante delle riviste. Ciò significa che ogni cerchio rappresenta un journal, per cui la dimensione di ciascun cerchio è determinato dal numero totale di citazioni ricevute dal journal. Sulla base delle references che condividono, le riviste fortemente correlate si trovano vicino l'una all'altra, indicando che gli articoli pubblicati tendono a citare gli stessi papers. Di conseguenza, si individua un forte legame tra i prestigiosi Journal: "Academy of Management Journal" e "Journal of Management Strategic". Come facilmente si poteva presumere, i journal più prestigiosi ricevono maggiori citazioni.

Figura 12: Mappa dei Journal in base all'accoppiamento bibliografico



Fonte: elaborazione propria

3.4 Considerazioni di sintesi

Dai risultati ottenuti è possibile sviluppare delle considerazioni importanti.

In primo luogo, i risultati confermano che la QCA potrebbe essere uno strumento metodologico utile per studiare i “*bundle of corporate governance*”. Quasi la metà dei lavori analizzati ha applicato tale approccio e sembra essere una metodologia che ben integra i principi di complementarità e sostituibilità dei bundle (Ward et al., 2009; Yoshikawa et al., 2014).

In secondo luogo, sono tante le aree di interesse che i documenti analizzati non hanno ancora esaminato. Nello specifico, l’analisi ha dimostrato come il tema dello shareholder activism e del dissenso non è stato oggetto di analisi tramite questa tecnica: da qui il gap da colmare. Come dimostrato nel paragrafo 2.2, in tale area di ricerca esiste un forte utilizzo di metodi basati sulla regressione (Iliev et al., 2015; Sauerwald et al., 2015; Esposito De Falco et al., 2016) e pertanto quest’area rappresenta un’opportunità per gli studiosi e uno stimolo personale, considerando che la QCA fornisce informazioni più complete di quelle fornite da modelli di regressione lineare (Coduras et al., 2016). Inoltre, l’uso della QCA può contribuire alla conoscenza della corporate governance

replicando studi precedenti attraverso il riesame dei dati, come fatto da Jackson e Ni (2013). In virtù dei vantaggi intrinseci della QCA, il riesame di alcuni lavori e concetti potrebbe portare ad una maggiore validità della ricerca (Aguilera-Caracuel et al., 2014) e, osservando i fenomeni secondo un approccio configurazionale, la QCA potrebbe creare nuove domande di ricerca per lo sviluppo di nuove teorie e conoscenze.

In terzo luogo, sebbene il numero di paper analizzati è ancora molto basso, si può già affermare che Garcia-Castro, Aguilera, Jackson e Lewellyn costituiscono una nicchia di autori della corporate governance che utilizzano tale tecnica. Pertanto molto c'è ancora da fare in tale area di ricerca³².

³² Mi piace citare la frase finale di un articolo di Aguilera et al., 2012: "There is much exciting work to be done ahead of us!"

Capitolo 4: Metodologia

4.1 La Qualitative Comparative Analysis

La QCA deriva da una proposta metodologica dello studioso Ragin alla fine degli anni '80, e si basa sull'algebra booleana e sulle “*set-theoretic relations*”. A 30 anni dalla sua introduzione, la QCA ha ricevuto molta attenzione, divenendo una “sorta di osso di contesa” delle scienze sociali (Wagemann et al., 2016, p. 2531).

Scopo di Ragin era di proporre, con la QCA, una “*third way*” che andasse oltre gli approcci qualitativi e quantitativi “trascendendone i rispettivi limiti” (Ragin, 2008, p. 6). Al centro della QCA si trova il concetto di “causalità congiunturale multidimensionale”, che ha tre supposizioni principali:

- Un fenomeno è spiegato da una combinazione (configurazioni) di fattori (condizioni), anziché da singoli fattori;
- Diverse configurazioni potrebbero condividere equi distintamente lo stesso risultato (equifinalità);
- L'impatto di un fattore sull'esito dipende dal contesto, cioè dagli altri fattori costituenti la configurazione (Rihoux, 2006).

Thiem et al., (2013) mostrano che la QCA è stata inizialmente utilizzata nel campo della sociologia (Amenta et al., 1992) e, nel corso del tempo, la tecnica ha trovato applicazioni in vari campi, dalle relazioni internazionali (per esempio, Thiem, 2011; Vis 2009), agli studi legali e di criminologia (Arvind e Stirton, 2010), passando per gli studi di carattere organizzativo (ad esempio, Greckhamer, 2011). Soltanto di recente tale tecnica è stata utilizzata anche nel campo degli studi di management e di corporate governance (come evidenziato nel paragrafo 3.3).

La letteratura identifica cinque diversi campi in cui la QCA può essere applicata (Berg-Schlosser et al. 2008; Schneider e Wagemann, 2010), ossia:

- 1) Per riassumere i dati in quanto, così come per il clustering, la QCA può descrivere i casi diversi come una tabella di verità che può essere ulteriormente utilizzata nella costruzione di una topologia;
- 2) Per verificare la coerenza dei casi rispetto ad un modello specifico;
- 3) Per valutare le ipotesi e teorie esistenti;
- 4) Per valutare nuove ipotesi formulate dal ricercatore - vale a dire essere utilizzate per l'esplorazione dei dati;
- 5) Per l'elaborazione di nuove teorie o usi.

Schneider e Wagemann (2010) aggiungono l'uso della QCA come strumento per creare tipologie empiriche (si veda anche Kvist 2006; 2007).

Al di là degli scopi, la natura stessa della QCA può essere interpretata come:

- 1) Un approccio di ricerca;
- 2) Una tecnica di analisi dei dati (Ragin 1987; Berg-Schlosser et al., 2008).

Secondo Wagemann e Schneider (2010), l'interpretazione della QCA come approccio di ricerca si riferisce principalmente al processo iterativo della raccolta di dati come parte del processo di:

- Movimento "between ideas and evidence" (Ragin 1994, p.76; Ragin 2004, p.126);
- Specificazione del modello;
- Visione olistica dei casi (Fiss 2007, p. 1180);
- Selezione dei casi e ri-concettualizzazione delle condizioni e dei risultati;
- Visione specifica sulla causalità.

Quanto a quest'ultimo aspetto, la QCA consente a un ricercatore di affrontare la complessità causale, intesa come causalità equivalente, congiunturale e asimmetrica, a differenza della maggior parte delle tecniche quantitative, che assumono una causalità permanente, l'uniformità degli effetti causali e l'omogeneità dell'unità (Berg-Schlosser et al., 2008, p. 9).

La QCA come tecnica analitica si riferisce al cosiddetto "momento analitico" (*analytical moment*, Ragin 2000) ovvero al momento prettamente analitico ed empirico che viene svolto mediante software³³.

Mentre la QCA come approccio riflette più le caratteristiche qualitative, la QCA come tecnica analitica mostra somiglianze con le tecniche più quantitative. Tuttavia sarebbe sbagliato dare priorità solo al momento analitico, con il rischio di non cogliere le opportunità offerte.

La letteratura, del resto, sottolinea tre elementi fondamentali della complessità causale, che sono ben riflessi nella QCA (Schneider e Wagemann, 2012). La prima è l'*equifinalità*, ovvero la possibilità di poter trovare più di una condizione sufficiente (che però non è necessaria) a spiegare un determinato esito. Ciò risulta in netto contrasto con i metodi quantitativi, all'interno dei quali, le variabili indipendenti non sono alternative, ma in "competizione" tra di loro, al fine di determinare un certo esito. Nella regressione, ad esempio, capita che una variabile possa essere esclusa solo perché non contribuisce come le altre alla spiegazione dell'effetto: questa specie di "competizione" (come la chiama Ragin) non esiste nell'*equifinalità* della QCA, dove, invece, le condizioni causali rappresentano tutte degli "ingredienti" che portano ad un determinato risultato.

³³ Ad oggi si annoverano diversi software, quali: fsQCA software ideato dallo stesso Ragin e dai suoi collaboratori per csQCA and fsQCA (Ragin et al., 2006); Tosmana per csQCA and mvQCA (Cronqvist 2006); R per csQCA (Thiem e Dusa 2012); Stata per csQCA e fsQCA (Longest and Vaisey, 2008).

La seconda è la *causalità congiunturale*, che implica la possibilità che un certo numero di fattori, combinati in un certo modo, producano un certo risultato, il quale non sarebbe stato conseguito dai fattori presi singolarmente, o comunque non in gruppo. In altre parole, le cause si verificano raramente isolate l'una dall'altra; piuttosto lavorano in combinazione. Per tale motivo, si parla di configurazioni e non di singoli casi.

Infine, un terzo elemento è la *causalità asimmetrica*. La spiegazione dell'assenza del risultato (cioè la negazione del fenomeno in esame) può non derivare direttamente dalla spiegazione della presenza del risultato, ovvero una spiegazione dell'esito non porta automaticamente con sé una spiegazione dell'inverso dell'esito. Dunque, la conoscenza delle cause che producono un determinato *outcome* non implica che si conoscano anche le cause per il contrario dell'*outcome* analizzato (come avviene nei metodi di regressione).

Un'altra opportunità offerta dalla QCA (e in particolare della fs/QCA, di cui si parlerà tra breve) è la misurazione dei dati espressa attraverso la c.d. calibrazione. Attraverso questo processo di codifica, la QCA è in grado di abbracciare sia l'approccio qualitativo che quantitativo di analisi, dimostrandosi un mezzo sempre più esauriente ed adeguato, in particolare negli studi di corporate governance (McNulty et al., 2013). Se in origine la QCA è stata classificata come uno strumento di indagine più di natura qualitativa, i successivi presupposti logici alla base della Fuzzy-Set Analysis, quali appunto la calibrazione, hanno portato a considerarla come un modello che racchiude anche tecniche quantitative. In particolare viene definita come “*a bridge between the two approaches*” (Ragin, 2007), poiché riesce a sintetizzare i punti di forza di entrambi gli approcci.

Ritornando al concetto di calibrazione, secondo Ragin, la calibrazione dei gradi di appartenenza di ciascun attributo dovrebbe essere basata interamente sulla conoscenza teorica del ricercatore, e laddove ciò non sia possibile, si può fare riferimento a criteri matematici (ad esempio quello proposto da Hudson e Kuhner, 2013), oppure osservando la curva di distribuzione dei casi³⁴.

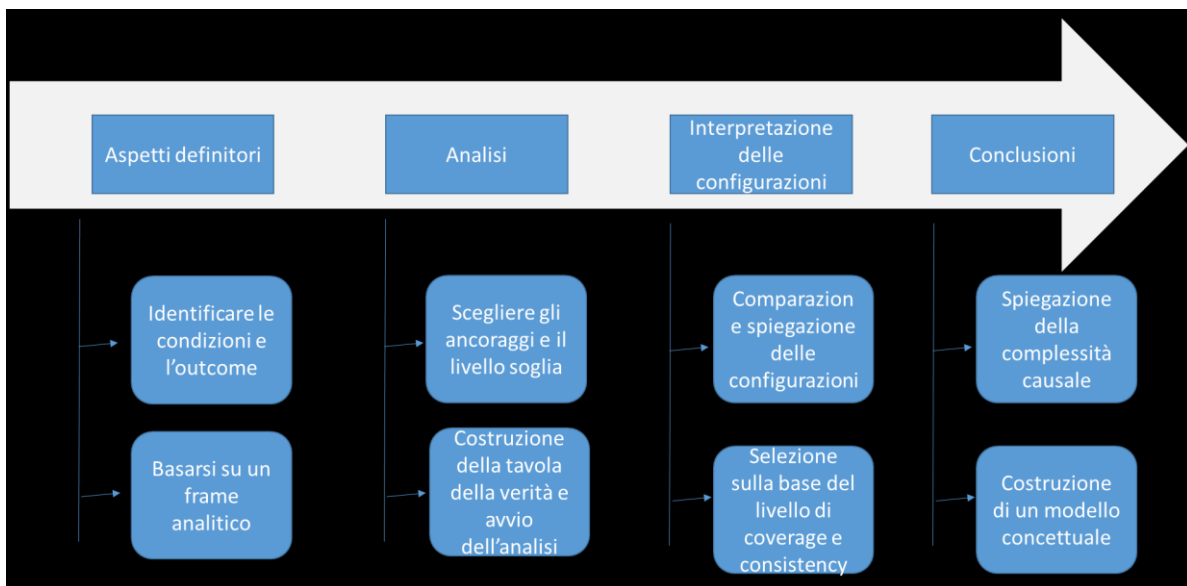
Per avere un quadro più chiaro dell'applicazione della QCA, si può procedere attraverso 4 passaggi, inerenti quattro macro-fasi:

1. Nella prima si costruisce una struttura analitica dove viene fatta una classificazione dei casi esaminati;
2. Nella seconda si definiscono le soglie, le ancore qualitative di riferimento (0, 1, 0,5) e le tabelle di verità;

³⁴ The external criteria that are used to calibrate measures and translate them into set membership scores may reflect standards based on social knowledge (e.g., the fact that twelve years of education constitutes an important educational threshold), collective social scientific knowledge (e.g., about variation in economic development and what it takes to be considered fully in the set of “developed” countries), or the researcher’s own accumulated knowledge, derived from the study of specific cases (Ragin, 2007, pp. 9-10).

3. La terza prevede il confronto tra le varie configurazioni scelte, l'identificazione di quelle maggiormente significative e, se possibile, la minimizzazione numerica delle stesse;
4. La quarta contiene la spiegazione dei risultati, ossia della complessità causale tra le variabili.

Figura 13: Fasi per l'applicazione della QCA



Fonte: adattamento da Kapsali e Roehrich, 2013

Per analizzare quali diverse configurazioni di caratteristiche organizzative possano causare un certo esito, si costruisce una tabella di verità, che elenca tutte le possibili configurazioni (2^k dove K sta per numero di condizioni) di caratteristiche organizzative e mostra se queste configurazioni portano al risultato in questione.

Il passo successivo consiste nel ridurre il numero di righe nella tabella di verità, applicando un valore soglia (*consistency cutoff*), che mediante un algoritmo (Quine-McCluskey (Quine, 1952)) restituisce un insieme di combinazioni di condizioni causali, che producono il risultato.

La riduzione delle righe dipende da due criteri: la copertura (*coverage*), che indica la rilevanza empirica di una soluzione, e la coerenza (*consistency*), che quantifica il grado in cui i casi che condividono condizioni simili mostrano lo stesso risultato (Ragin, 2008). Più nel dettaglio (si veda Woodside, 2013), la consistenza fornisce l'entità dell'errore di verità, che commettiamo accettando la soluzione: il valore della consistenza risulta pari a 1, nel caso in cui non siano presenti casi per cui

la soluzione non vale, ed assume valori man mano più bassi, a seconda del numero di eccezioni che si presentano³⁵.

Per quanto riguarda la copertura, il suo valore ci suggerisce quanta parte dell'effetto da spiegare è stato effettivamente spiegato³⁶. Le misure di copertura offrono un valido strumento di analisi per valutare sia quanto ogni singola condizione spiega (copre) il caso, sia quanto ognuna di esse risulta indispensabile, ovvero quanta parte dell'effetto spiega ognuna che non sia già stato spiegato da altre condizioni. Molto spesso è presente un trade-off tra questi due parametri; pertanto, occorre scegliere se spiegare una buona parte dell'effetto, oppure se avere una soluzione che copra più casi possibili³⁷. Cosicché una soluzione è ritenuta accettabile (o “*informative*”) quando la sua coerenza è superiore a 0,75-0,80 e la sua copertura è compresa tra 0,25 e 0,65.

4.1.1 Fs/QCA

La QCA è una metodologia per valutare le condizioni causali o le combinazioni di condizioni causali che portano all'esito finale (Ragin, 2000, 2008). Tale metodologia si è sviluppata in tre fasi successive. La prima, ideata nel 1987, è la csQCA (Crisp Set Qualitative Comparative Analysis); la seconda è la versione fuzzy (fsQCA, Fuzzy Set Qualitative Comparative Analysis), presentata da Ragin nel 2000. Esiste poi una terza versione, multi-valori (mvQCA, Multi value Qualitative Comparative Analysis), che ha trovato poche applicazioni concrete di ricerca (Vink e van Vliet, 2007).

La versione utilizzata nella presente tesi è la fs/QCA, la quale si caratterizza per due elementi principali: i gradi di differenza e la possibilità di determinare il grado di adesione in una configurazione (Ragin, 2009). Queste proprietà fanno sì che i fuzzy impostino simultaneamente un approccio quantitativo e qualitativo (Ragin, 2009, p.88).

Nella fs/QCA, le variabili (condizioni) non vengono trattate come dicotomiche (presenza/assenza), ma come gradi di adesione che variano da zero a piena adesione. Così, l'adesione della condizione è di solito associata al valore booleano di “vero” (1) e non di adesione al valore “falso” (0), mentre il punto di crossover (0,5) rappresenta la massima ambiguità.

Mentre la csQCA si caratterizza per la dicotomizzazione dei concetti (presenza o assenza), nella fsQCA, per ogni caso, viene stabilito un grado di appartenenza al concetto. Per esprimere questi gradi di appartenenza, vengono costruite le *fuzzy scales*, che attribuiscono ai casi valori tra 0 ed 1. Spetta

³⁵ La coerenza indica quanto è approssimata la relazione di un sottoinsieme. La coerenza varia da 0 a 1, dove 1 indica la perfetta relazione del sottoinsieme.

³⁶ La copertura può essere pensata come una misura simile a R^2 nel modello di regressione, permettendo al ricercatore di valutare la rilevanza empirica delle soluzioni trovate.

³⁷ La scelta dipende molto dal tipo di analisi che si intende fare.

al ricercatore decidere il diverso numero di livelli in set fuzzy e non c'è nemmeno bisogno di utilizzare intervalli uguali tra i livelli. I fuzzy non misurano come le osservazioni si differenziano l'una dall'altra, ma indicano lo stato qualitativo di appartenenza a una configurazione.

4.1.2. Fs/QCA vs metodi di regressione in ottica di corporate governance

Nella QCA il principio di additività, tipico delle analisi di regressione, lascia il posto al presupposto di causalità congiunturale. In altre parole, ogni singola causa non ha più un suo impatto indipendente e separato dal risultato ma la singola causa (condizione), in combinazione con altre, determina un risultato. La metodologia consente di andare a valutare il “nesso di causalità complesso” che coinvolge diverse combinazioni di condizioni causali e che è in grado di generare il medesimo risultato. La scelta di una combinazione potrà dipendere dalla relazione di necessità o sufficienza che partecipa alla produzione dell'outcome.

Pertanto una condizione si può considerare necessaria per un risultato se è sempre presente quando un risultato si verifica (il risultato rappresenta un sottoinsieme della condizione causale); una condizione è sufficiente per un outcome se il risultato è sempre presente quando la condizione è presente (la condizione causale rappresenta un sottoinsieme del risultato). Rambotti (2009) sottolinea che, “poste determinate variabili indipendenti e determinate variabili dipendenti, e trasformate le variabili in funzioni di appartenenza (mediante la calibrazione), si procede all'incrocio dell'appartenenza dei casi alle variabili indipendenti con l'appartenenza degli stessi a quelle dipendenti, alla ricerca di condizioni o combinazioni di condizioni che risultino essere o meno necessarie e/o sufficienti, con l'ambizione ultima, previo il riscontro di un'adeguata e ripetuta mole di evidenze empiriche, di ipotizzare l'esistenza di relazioni causali, pur con tutta l'attenzione e la cautela che questo tipo di affermazioni possano comportare”.

Alla luce di ciò, si evidenziano almeno due motivi per cui tale tecnica sembrerebbe più adatta agli studi della corporate governance (Haxhi e Aguilera, 2016):

1. In primo luogo, le pratiche di corporate governance non variano solamente tra i diversi modelli shareholder e stakeholder, ma anche all'interno di ogni singolo modello. Ad esempio, all'interno dello stesso modello di governance, la modalità di autoregolamentazione può differire in modo sostanziale oppure l'intensità e il significato di indipendenza può variare. La diversità tra modelli delle varie nazioni non viene sempre catturata dai modelli di

regressione, mentre la fsQCA consente ai casi di avere una “appartenenza parziale”, sia nelle condizioni che nel risultato;

2. La letteratura precedente ha trattato le variabili di governance sempre in modo indipendente. I modelli di governance, però, sono il risultato di una complessa combinazione di cause. Data la natura complessa di questi fenomeni, l’effetto configurazionale non può essere catturato attraverso una regressione lineare che cerca di spiegare l’effetto medio di una variabile su altre variabili, ma solo attraverso una tecnica come la QCA, la quale ci aiuta a comprendere se un fattore causale, anche agendo insieme ad una combinazione di altri fattori, può essere sufficiente o necessario per avere un determinato risultato. Per quanto riguarda le cause necessarie ma non sufficienti, le precedenti ricerche si limitavano ad analizzare se X1 potesse avere effetti su Y e, in caso di esito negativo, l’analisi si concludeva così. La fsQCA, invece, va avanti, e cerca di individuare se vi sia un X2 che, combinato ad X1, genera Y. Allo stesso modo, per quanto riguarda le cause sufficienti ma non necessarie, la tecnica ci consente di scoprire se X1 e X2 sono percorsi alternativi, e non competitivi, per raggiungere il risultato Y.

4.2 Campione e variabili

La scelta di un metodo di ricerca dovrebbe essere “guidata dall’obiettivo di raggiungere una buona misura tra le teorie e gli obiettivi di ricerca, da un lato, e le ipotesi metodologiche, dall’altro” (Schneider e Wagemann 2012, p. 12). In quest’ottica, le assunzioni alla base della QCA soddisfano alcuni interessi di ricerca fondamentali nell’ambito della corporate governance (Filatotchev e Wright, 2017) e apportano un valore aggiunto all’analisi. In questo lavoro, in particolare, si vuole indagare qual è la combinazione di fattori/determinanti che portano ad un elevato dissenso societario. Per tale motivo la domanda di ricerca posta è di tipo “*causes-of-effects*” e non “*effects-of-causes*”, ovvero interessa comprendere quali sono i meccanismi causali e l’interazione tra diversi fattori responsabili di un risultato e non come un singolo fattore influenza l’outcome. La QCA è particolarmente adatta a rispondere a tali tipologie di domande, poiché si basa, come già detto, sul metodo set-teorico (Schneider e Wagemann 2012). Nei successivi paragrafi, vengono descritti il sample utilizzato, i fattori esplicativi che nella QCA sono chiamati “condizioni”, il “risultato” e la calibrazione (ossia il processo concettuale di attribuire casi a set).

4.2.1 Campione

Il sample oggetto di analisi è costituito da 51 società appartenenti a tre differenti contesti nazionali, selezionate sulla base del criterio della maggiore capitalizzazione di borsa (Tabella 6). Le 17 società per contesto, che rappresentano circa il 50%, appartengono ai principali indici di Borsa dei rispettivi paesi, ovvero FTSE MIB 40, CAC 40 e Ibex 35. I contesti analizzati (Italia, Francia e Spagna) si caratterizzano per le seguenti caratteristiche:

- 1) La proprietà concentrata;
- 2) Presenza di famiglie come blockholders che esercitano un controllo diretto;
- 3) Consiglio di amministrazione controllato da amministratori interni o da direttori esterni collegati a grandi soci;
- 4) Mercati dei capitali relativamente illiquidi e con limitata capacità di controllo (inefficace uso del market for corporate control);
- 5) Non elevato numero di società quotate e scambi azionari giornalieri;
- 6) Banche che svolgono un ruolo importante nella corporate governance. (Baums, 1993; Cuervo, 2002; Esposito De Falco, 2014).

La tecnica utilizzata è particolarmente adatta per sample di piccole dimensioni, come evidenziato nel paragrafo 3.3.1, ma permette la generalizzazione delle conclusioni e delle implicazioni a popolazioni più grandi (Berbegal-Miraben e Llopis-Albert, 2016).

Tabella 6: Campione di indagine.

Italia	Francia	Spagna
ENI	TOTAL	INDITEX
INTESA SAN PAOLO	SANOFI	BANCO SANTANDER
ENEL	L'OREAL	TELEFONICA
LUXOTTICA GROUP	BNP PARIBAS	BBVA
ASSICURAZIONI GENERALI	AXA	IBERDROLA
UNICREDIT	DANONE	GASNATURAL
ATLANTIA	ORANGE	AMADEUSIT HOLDING
SNAM	VINCI	CAIXABANK
TELECOM ITALIA	AIRLIQUIDE	REPSOL
TERNA	SCHNEIDER ELECTRIC	FERROVIAL
FINMECCANICA	ENGIE	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS
MEDIOBANCA	HERMES INTERNATIONAL	GRIFOLS
CAMPARI	SOCIETE GENERALE	REDELECTRICA

SAIPEM	CHRISTIAN DIOR	BANKIA
PRYSMIAN	CREDIT AGRICOLE	ACS
EXOR	KERING	MAPFRE
UNIPOLSAI	SAFRAN	BANCO DE SABADELL

Fonte: Elaborazione propria

4.2.2. Definizione delle condizioni e dell'outcome

Il modello empirico comprende un risultato (*outcome*) che misura il dissenso societario e sei condizioni causali che catturano i differenti meccanismi di corporate governance. Tutti i dati utilizzati sono stati raccolti manualmente e con il supporto di due società di consulenza, Frontis Governance e Morrow-Sodali, tramite l'esame dei principali documenti obbligatori di trasparenza del governo societario, come il bilancio annuale, la relazione sulla corporate governance e gli assetti proprietari. Con particolare riferimento agli esiti assembleari e ai voti espressi, le fonti utilizzate sono state rispettivamente il rendiconto sintetico delle deliberazioni assembleari e delle votazioni e il verbale dell'assemblea.

Come indicatore del dissenso societario, in linea con altri studi (Hillman et al., 2011; Sauerwald et al., 2015), si è utilizzato la percentuale di azionisti che hanno votato contro o si sono astenuti in merito alla politica di remunerazione. Il dissenso misurato tramite il Say On pay è una "metrica semplice e altamente visibile" ("*simple, highly visible metric*", Cfr. Cuñat et al., 2015, p. 2), nonché facilmente osservabile. Un alto dissenso può portare ad una attenzione pubblica (Bebchuk e Fried, 2003), che costringe il Board a reagire anche a voti non vincolanti.

Il dissenso espresso in maniera pubblica e contro il Board (in quanto le politiche di remunerazione sono proposte dal CdA, sentito il comitato di remunerazione) è considerato un importante segnale negativo sulla governance delle imprese (Cai et al., 2009; Fischer et al., 2009) ed è un meccanismo di governance potenzialmente utile per ridurre i costi di agenzia (Iliev et al., 2015; Yermack, 2010). Si ribadisce, inoltre, che il dissenso da parte degli azionisti viene qui inteso quale strumento di valutazione dei meccanismi di corporate governance di un'impresa.

Come condizioni causali, sono state selezionate sei caratteristiche:

1. Azionisti, o gruppi di azionisti collegati da accordi o altro, che detengono una percentuale significativa dei diritti di voto e sono spinti, nella loro partecipazione alle attività di governance, da una strategia non speculativa (influenzare la gestione della società). Sono esclusi gli asset managers che detengono le azioni come puro investimento finanziario. Tale percentuale può essere considerata una proxy della concentrazione proprietaria;
2. Dimensione del Consiglio di Amministrazione, misurata dal numero di amministratori risultanti al 31 dicembre;

3. Numero di amministratori indipendenti presenti all'interno del CdA;
4. Riunioni del comitato di remunerazione;
5. Remunerazione totale del CEO;
6. Price Book Value.

Cinque delle sei condizioni (ossia non considerando il *price book value*) si rifanno alla classificazione dei meccanismi di corporate governance a livello d'impresa e a livello di gruppo di Jain e Jamali (2016). Non è stato possibile considerare un meccanismo di corporate governance a livello istituzionale, poiché l'indice di *anti self-dealing*, ovvero un indice della forza della protezione dell'azionista di minoranza contro il self-dealing da parte dell'azionista di controllo, non presenta molta variabilità tra i paesi considerati³⁸; tuttavia, aver scelto paesi simili, a livello di legislazione di corporate governance, permette di ovviare a ciò.

Infine è stata considerata una condizione che potesse esprimere una maggiore o minore soddisfazione degli azionisti. Si è scelto il *price book value* ovvero il rapporto tra il prezzo di mercato (quotazione) di un'azione e il valore del capitale proprio della società risultante dal bilancio (valore di libro) per azione. Il rapporto value-to-book è un'indicazione di quanto gli azionisti pagano per l'attività netta di una società. Tale valore ha da sempre attratto l'attenzione degli investitori. I titoli venduti a un prezzo ampiamente inferiore al valore contabile del patrimonio netto sono in genere considerati buoni candidati per portafogli sottovalutati; al contrario, quelli venduti ad un prezzo superiore al valore contabile, sono l'obiettivo di portafogli sopravvalutati.

Al fine di valutare il dissenso come un voto che possa esprimere un giudizio sull'intera struttura di governance, si è considerato un *lag* temporale di 1. Pertanto le condizioni fanno riferimento all'anno 2015, mentre l'outcome, il dissenso, è riferito all'assemblea del 2016. Tale scelta risulta essere in linea con quanto fatto da Felicio et al., (2016) i quali, nel valutare, in ottica configurazionale, tramite la QCA, la governance e la performance delle banche nel contesto UK, hanno utilizzato un medesimo *lag* temporale.

4.2.3. Calibrazione e step dell'analisi

Le condizioni causali e l'outcome, individuate a livello teorico dall'analisi della letteratura, sono state sottoposte alla fase di calibrazione (Tabella 8), al fine di considerarle nella fsQCA.

³⁸Sulla base del lavoro di Djankov et al., 2008 tale indice assume i seguenti valori: Italia 0,42; Francia 0,38 e Spagna 0,37.

Tabella 7: Calibrazione delle variabili

VARIABILI/CONDIZIONI	FULL NON-MEMBERSHIP (0.05)	CROSSOVER POINT (0.5)	FULL MEMBERSHIP (0.95)
Dissenso SOP	0.008	0.04	0.37
Concentrazione proprietaria	3	7.61	13
Dimensione del Board	9	14	19
Numero di Amministratori Indipendenti	0.28	0.54	0.78
Riunioni del Comitato	2	6	11
Remunerazioni			
Remunerazione Totale (logaritmo)	13.62	15.04	16.35
Price Book Value	0.57	1.32	4.69

Fonte: elaborazione propria

Ci sono diverse tecniche, per calibrare i set, che si rifanno a due diversi metodi: uno diretto ed uno indiretto. Il metodo diretto si basa sulla determinazione di tre ancore qualitative (la piena appartenenza, il punto intermedio ed la piena non appartenenza). Il metodo indiretto utilizza invece tecniche di regressione per stimare le appartenenze dei casi, basandosi su uno schema iniziale di codifica a sei valori.

Nella tabella che segue (Tabella 8) sono state riportate brevemente alcune tecniche di calibrazione. In generale, per la calibrazione è possibile utilizzare approcci più “quantitativi” o “qualitativi” (Ragin 2008; Schneider e Wagemann 2012; De Block e Vis 2017).

Tabella 8: Tecniche di calibrazione

Fuzzy sets			
Tecniche qualitative			Metodo diretto
<i>Four-value fuzzy set</i>	<i>Five-value fuzzy set</i>	<i>Six-value fuzzy set</i>	<i>“Continuous”</i>
Piena appartenenza 1	Piena appartenenza 1	Piena appartenenza 1	Piena appartenenza 0,95
	Prevalentemente dentro 0,8	Prevalentemente dentro 0,9	
Più dentro che fuori 0,67	Più dentro che fuori 0.6	Più dentro che fuori 0.7	
			Punto di crossover 0.5
Più fuori che dentro 0,33		Più fuori che dentro 0,3	
	Prevalentemente fuori 0,1	Prevalentemente fuori 0,1	
Piena non appartenenza 0	Piena non appartenenza 0	Piena non appartenenza 0	Piena non appartenenza 0,05

Fonte: elaborazione propria

In ambito di governance si riscontra un maggior utilizzo di tecniche quantitative basate sul metodo diretto. In tal caso, si individuano tre ancoraggi di calibrazione: una soglia per l’associazione

completa (0.95), uno per la piena non appartenenza (0.05) e il punto di crossover (“né all’interno né all’esterno”; 0.5). Un’opzione più “qualitativa” è quella di raggruppare o ricodificare i casi in punteggi predefiniti di appartenenza a set che rappresentano determinati stati qualitativi, basati su dati numerici o utilizzando osservazioni qualitative. Ad esempio Garcia-Castro et al., (2013) utilizzano quest’ultima tecnica scegliendo ancoraggi qualitativi dopo la somministrazione di un questionario. In questo lavoro, si è scelto un metodo diretto e si sono stabilite le tre soglie al 95 percentile, 50 percentile e 5 percentile (Woodside, 2013). Tale scelta, sebbene presenti dei limiti (come si dirà successivamente), risulta essere la soluzione maggiormente utilizzata (Kraus et al., 2017; Felicio et al., 2016).

Capitolo 5: Analisi, risultati e conclusioni

5.1. Analisi

Prima di passare all'analisi empirica, è utile sviluppare alcune considerazioni, con riferimento agli aspetti descrittivi dei tre paesi del campione selezionato. Le tabelle seguenti riportano i valori minimo e massimo, la media e la deviazione standard di ciascuna variabile.

Tabella 9: Statistiche descrittive Francia

	<i>Francia</i>			
	Min	Max	Media	Dev Stand
<i>Dissenso societario (%)</i>	0,01	0,40	0,24	0,15
<i>Concentrazione Proprietaria</i>	0,02	0,84	0,16	0,09
<i>Dimensione Board</i>	11,00	21,00	14,50	3,54
<i>% Amm Indipendenti</i>	0,29	0,79	0,50	0,12
<i>Riunioni Comitato</i>	2,00	8,00	3,50	0,71
<i>Remunerazione</i>				
<i>Remunerazione Totale</i>	1172072,00	16760008,00	3204708,50	2218959,77
<i>P/B</i>	0,57	4,70	2,98	2,43

Tabella 10: Statistiche descrittive Spagna

	<i>Spagna</i>			
	Min	Max	Media	Dev Stand
<i>Dissenso societario (%)</i>	0,00	0,30	0,09	0,11
<i>Concentrazione Proprietaria</i>	0,01	0,68	0,36	0,40
<i>Dimensione Board</i>	9,00	18,00	12,00	4,24
<i>% Amm Indipendenti</i>	0,28	0,73	0,52	0,11
<i>Riunioni Comitato</i>	1,00	14,00	4,50	2,12
<i>Remunerazione</i>				
<i>Remunerazione Totale</i>	500000,00	13666748,00	5276000,00	1943129,43
<i>P/B</i>	0,50	7,86	0,70	0,49

Tabella 11: Statistiche descrittive Italia

<i>Italia</i>				
	Min	Max	Media	Dev Stand
<i>Dissenso societario (%)</i>	0,01	0,38	0,06	0,03
<i>Concentrazione Proprietaria</i>	0,06	0,62	0,46	0,22
<i>Dimensione Board</i>	9,00	19,00	14,00	7,07
<i>% Amm Indipendenti</i>	0,33	0,84	0,62	0,06
<i>Riunioni Comitato Remunerazione</i>	1,00	17,00	7,50	3,54
<i>Remunerazione Totale</i>	826250,00	10587668,00	2737625,00	2703092,45
<i>P/B</i>	0,64	5,36	1,00	0,06

In media, il contesto italiano risulta più concentrato con un valore pari a 0.46, rispetto ad un valore medio per il contesto francese di 0.16, e per il contesto spagnolo di 0.36. Per quanto riguarda la dimensione del Board, ovvero il numero di amministratori, che siedono nel consiglio di amministrazione, l'Italia e la Francia presentano un valore molto simile, pari rispettivamente a 14 e 14,50; valore inferiore è riscontrabile nel contesto spagnolo (solo 12 amministratori). Sorprendentemente il contesto italiano presenta una percentuale di amministratori indipendenti superiore rispetto agli altri contesti. Un valore di gran lunga superiore è riscontrabile anche con riferimento al numero di riunioni del comitato remunerazione che si riunisce in media 7,5 volte l'anno in Italia, rispetto a 3,5 per il contesto francese e 4,5 per il contesto spagnolo. I CEO spagnoli risultano essere quelli maggiormente pagati, e quasi in misura doppia rispetto ai colleghi italiani. Infine, con riferimento alla variabile del dissenso societario, il contesto con una percentuale media più alta di dissenso societario (SOP) risulta essere quello francese (24%), seguito dalla Spagna (9%) e dall'Italia (6%). Questi dati confermano le evidenze empiriche di Belcredi et al., (2017) , i quali riscontrano un basso dissenso nel contesto italiano e di Renneboog e Szilagyi (2013), con riferimento ad un maggiore dissenso in Francia rispetto all'Italia e Spagna.

Ciò premesso, come evidenziato nei paragrafi precedenti, l'analisi empirica si basa sull'utilizzo della metodologia QCA che richiede, in prima battuta, la valutazione delle condizioni necessarie per produrre l'esito (l'elevato dissenso societario espresso da tutti gli azionisti tramite il SOP, in occasione dell'Annual General Meeting). Una condizione è necessaria quando il suo punteggio di

consistency è uguale o superiore a 0,9 (Schneider e Wagemann 2010)³⁹. La Tabella 12 riassume i valori di *consistency* e di *coverage* per tutte le condizioni considerate nell'analisi. Poiché il valore di consistenza più elevato tra tutte le condizioni è 0.76, nessuna delle variabili è una condizione necessaria per produrre elevato dissenso. I valori maggiormente significativi, ovvero quelli che superano lo 0,7, sono l'assenza di riunioni del comitato e un'elevata remunerazione totale. Pertanto nessuna condizione, presa singolarmente, è necessaria per ottenere un alto dissenso dell'azionariato. La consistenza è utile anche nella valutazione della sufficienza: per stabilire se una condizione, o una combinazione di condizioni, è sufficiente per ottenere un determinato risultato, il valore della consistenza deve essere almeno pari (ma preferibilmente superiore) allo 0.75. Come si vede dalla tabella 12, gli unici valori che superano tale valore sono la non presenza di riunioni del comitato remunerazioni e la remunerazione totale.

Tabella 12: Analisi delle condizioni necessarie

<i>Condizione</i>	<i>Consistency</i>	<i>Coverage</i>
<i>conc</i>	0.555920	0.582639
<i>~conc</i>	0.709406	0.616010
<i>dimensione</i>	0.702387	0.652042
<i>~dimensione</i>	0.574637	0.558690
<i>indip</i>	0.683669	0.612579
<i>~indip</i>	0.641554	0.648227
<i>riunioniComitato</i>	0.579317	0.552679
<i>~riunioniComitato</i>	0.766963	0.725221
<i>remunerazioneTot</i>	0.755732	0.691945
<i>~remunerazioneTot</i>	0.664015	0.655125
<i>PB</i>	0.678521	0.650225
<i>~PB</i>	0.626111	0.589427

Il simbolo (~) rappresenta la negazione della condizione

³⁹ Una condizione è necessaria per un risultato se la condizione è sempre presente quando un risultato si verifica (il risultato rappresenta un sottoinsieme della condizione causale); Mentre una condizione è sufficiente per un outcome se il risultato è sempre presente quando la condizione è presente (condizione causale rappresenta un sottoinsieme del risultato)

Lo step successivo è quello di individuare quali configurazioni presentano livelli di consistenza più elevati di un valore di soglia (*consistency cutoff*). Per limitare il numero di condizioni che soddisfano il requisito, questo lavoro impiega un *consistency cutoff* pari a 0,9 come Alegre et al. (2016) anche se una coerenza minima di 0,8 è sufficiente per indicare la bontà di fit dell'analisi (Ragin, 2008). La figura 14 mostra i risultati dell'analisi, laddove i cerchi neri (●) indicano la presenza di una condizione, i cerchi bianchi (○) rappresentano la sua assenza e le celle vuote indicano che la condizione non è vincolante (*does not matter*) in quella particolare configurazione,

Figura 14: Risultati analisi QCA

		Alto dissenso			
		Configurazioni			
		1	2	3	4
Condizioni	Concentrazione	○	●	○	
	Dimensione del board	●	●	○	●
	Amministratori Indipendenti	○	○	●	○
	Riunioni del Comitato Remunerazioni	○	○	○	○
	Remunerazione Totale	○	●	●	●
	Price Book Value			○	●
● Presenza della condizione	Raw coverage	0,309	0,271	0,327	0,291
○ Assenza della condizione	Consistency	0,918	0,909	0,957	0,927
			0,525		
			0,930		
Spazio bianco: permutazione neutra, i.e. present or absent does not matter					
Esempi (sample)		Safran Repsol	L'Oreal Gas Naturale	Total	ACS L'Oreal

Quattro diversi percorsi causali conducono ad un elevato dissenso, a dimostrazione di una delle caratteristiche chiavi della QCA, ovvero l'equifinalità.

Vengono calcolati i valori di coerenza e di copertura per ogni configurazione e per la soluzione complessiva per ciascun risultato. Il valore di copertura indica quanta parte del risultato viene spiegata da una determinata configurazione e, quindi, riflette l'importanza empirica (Ragin, 2008). La consistenza, invece, valuta il grado in cui i casi che condividono una determinata condizione, o una combinazione di condizioni, concordano nel dimostrare il risultato in questione (grado di perfezione).

Ciascuna configurazione presenta un indice di coerenza accettabile prossimo o superiore a 0.30 e anche i valori di coverage e consistency totali risultano molto buoni. I risultati corrispondono alla soluzione complessa (*complex solution*), poiché non sono stati impiegati ipotesi controfattuali. Si è scelto, infatti, di non fare affidamento su ipotesi relativamente soggettive, affinché i risultati riflettano il più possibile i dati. In altre parole, se una configurazione non è presente nel nostro campione, è probabile che tale configurazione sia rara o inesistente (Garcia-Castro et al., 2013). Questa scelta risulta coerente con altri studi di corporate governance che impiegano la fsQCA (ad esempio, García-Castro et al., 2013; Jackson e Ni, 2013; Lewellyn e Fainshmidt, 2017).

Seguendo la raccomandazione di Ragin (2010), i percorsi causali con un'elevata *coverage* unica (configurazioni # 1 e # 3) meritano particolare attenzione. Ciò si traduce nel dire che queste configurazioni sono le più significative per spiegare il risultato. In particolare, la configurazione #1 suggerisce che un elevato dissenso si registra in presenza di: bassa concentrazione, pochi amministratori indipendenti, poche riunioni del comitato, bassa remunerazione totale ed elevata dimensione del board. Ma è soprattutto la configurazione #3 ad essere considerata migliore delle altre e si caratterizza per un elevato dissenso in presenza di: bassa concentrazione, bassa dimensione del board, poche riunioni del comitato remunerazioni, molti amministratori indipendenti, elevata remunerazione insieme ad un basso valore di *price book value*.

5.2: Robustness test

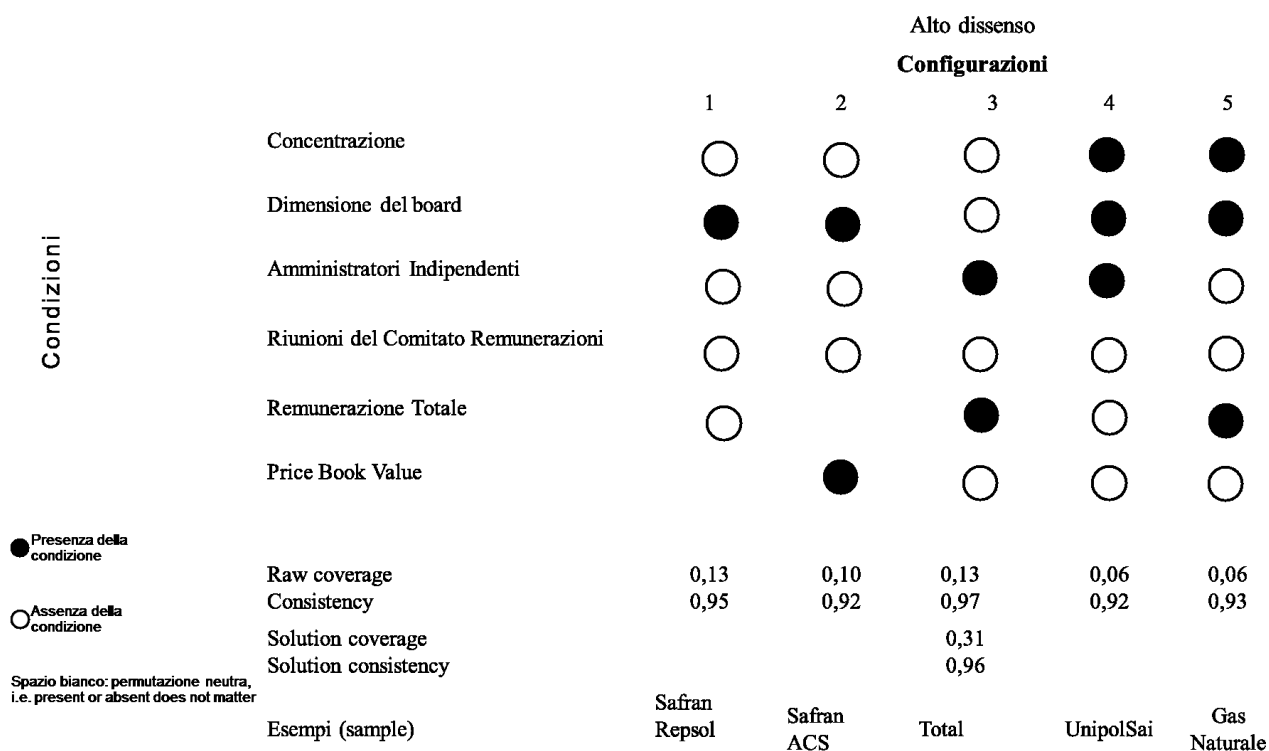
Esistono diversi test aggiuntivi per valutare la robustezza e la sensibilità dell'analisi condotta mediante la QCA (Schneider e Wagemann, 2012). Nel caso specifico, l'analisi di robustezza sarà condotta con riferimento a tre aspetti:

1. Modifica dei criteri di calibrazione e *consistency cutoff*;
2. Asimmetria causale: in questo caso l'outcome non sarà più l'elevato dissenso, ma il basso dissenso;
3. Falsificazione tematica: in questo caso l'outcome sarà l'elevato dissenso medio su tutti i punti all'ordine del giorno.

Un primo test si basa sulla modifica dei criteri di calibrazione e di *consistency cutoff*. Si è pertanto proceduto ad una nuova calibrazione mediante i valori relativi al percentile 25,50 e 75. Dopodiché si è aumentato ulteriormente il valore di *consistency cutoff*, raggiungendo un valore pari a 0.95. In entrambi i casi i risultati confermano le analisi effettuate. Nello specifico, utilizzando la nuova

calibrazione, si ottengono 5 nuove configurazioni di governance che determinano un elevato dissenso. La configurazione 1 e 3 vengono confermate.

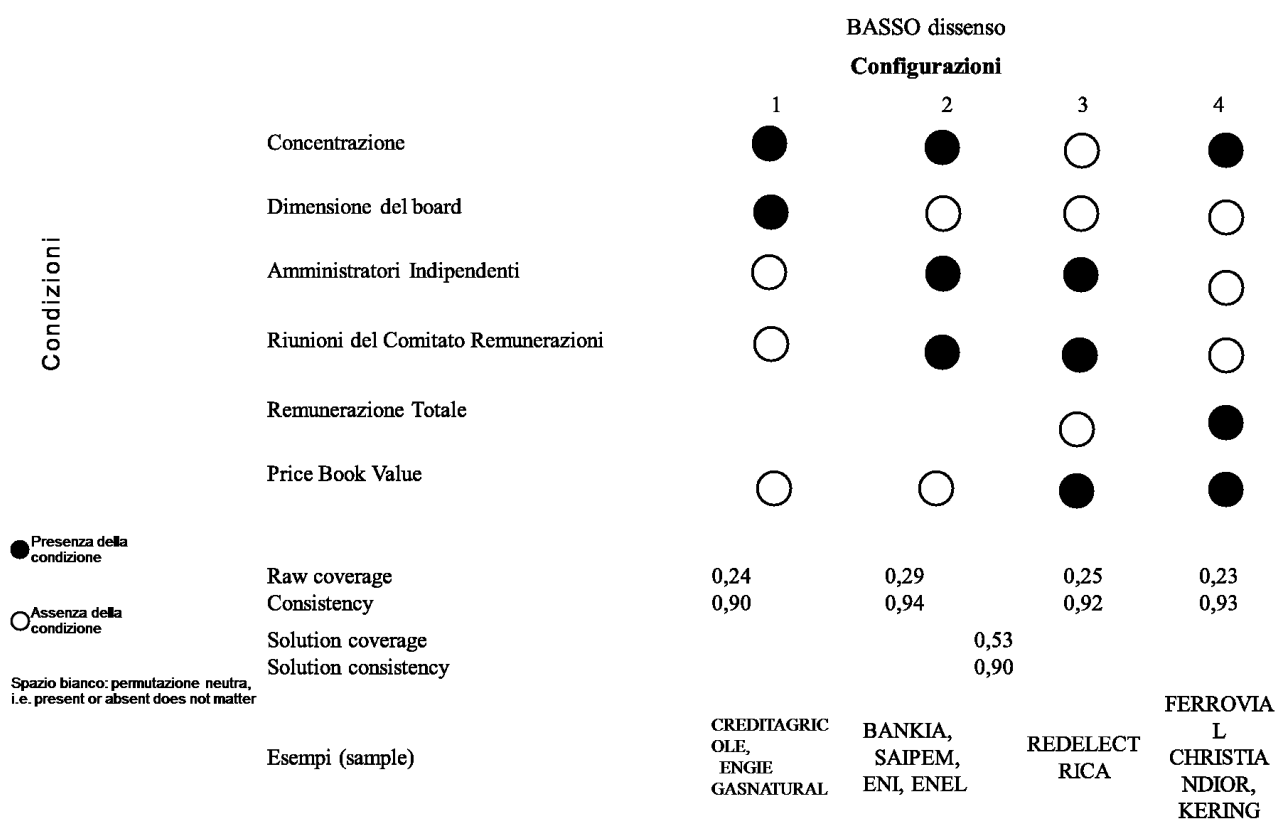
Figura 15: Robustness test – Calibrazione diversa



La configurazione 3 viene confermata anche con il nuovo valore di *consistency cutoff*. Tali risultati dimostrano che queste due configurazioni (1 e 3) risultano essere quelle che spiegano meglio il risultato finale.

Al fine di validare l'analisi, oltre gli aspetti puramente tecnici, si è proceduto ad analizzare se l'insieme delle condizioni causali, che portano alla presenza dell'esito è simile o meno all'insieme delle condizioni, che portano all'assenza del risultato (basso dissenso). Tale caratteristica della QCA, di cui abbiamo parlato nel capitolo precedente, ovvero l'asimmetria causale, risulta utile per validare i risultati e per ulteriori considerazioni. La Figura 16 mostra i risultati.

Figura 16: Robustness test – Basso Dissenso



Il test evidenzia altre quattro differenti configurazioni di governance e ciò dimostra che le determinanti di un basso livello di dissenso non sono lo “specchio opposto” delle determinanti di un elevato dissenso. Tali configurazioni risultano coerenti con i risultati dell’analisi, come meglio si approfondirà nel paragrafo successivo.

Infine, oltre a test prettamente legati alla tecnica utilizzata, si è voluto procedere anche ad un test di falsificazione di tipo tematico. In altre parole, per garantire che i risultati non stiano semplicemente catturando l’insoddisfazione complessiva degli azionisti su una tematica delicata come le politiche di remunerazione, viene eseguita una prova di falsificazione, considerando il dissenso medio su tutte le proposte votate in assemblea. Diversi sono i punti all’ordine del giorno, che possono ricevere o meno un dissenso, quali ad esempio l’approvazione del bilancio, la distribuzione dell’utile o l’emissione e acquisto di azioni proprie.

Figura 17: Robustness test – Dissenso Medio

	Alto Dissenso Medio		
	Configurazioni		
	1	2	3
Concentrazione	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Dimensione del board	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Amministratori Indipendenti	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>
Riunioni del Comitato Remunerazioni	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>
Remunerazione Totale	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>
Price Book Value	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>
Raw coverage	0,23	0,28	0,25
Consistency	0,90	0,90	0,90
Solution coverage		0,404	
Solution consistency		0,892	
Esempi (sample)	Repsol	Total	Redelextrica

I risultati (Figura 17) suggeriscono due configurazioni su tre simili a quelle relative al dissenso sulla politica di remunerazione. Ciò conferma l'individuazione di almeno due configurazioni ritenute poco soddisfacenti secondo gli azionisti e che determinano una insoddisfazione da parte degli stessi espressa attraverso il voto.

5.3 Risultati

La probabilità che il voto degli azionisti sia legata alla qualità della corporate governance è un'idea che si sta diffondendo in letteratura, come dimostrato nel paragrafo 2.3. Sebbene non esista una definizione unica su cosa sia una "buona" corporate governance, gli studiosi continuano a studiare come la qualità della corporate governance possa influenzare i risultati aziendali in differenti settori

(ad esempio nel settore bancario, per una review si veda John et al., 2016) e in differenti situazioni contestuali (ad esempio, in periodo di crisi, si veda ad esempio Gupta et al., 2013).

I fattori sui quali la letteratura ha concentrato la propria attenzione sono diversi, come in precedenza illustrato, e possono essere distinti in interni ed esterni. Uno dei più importanti è sicuramente il consiglio di amministrazione, il quale, per poter svolgere il proprio ruolo in maniera appropriata, deve avere dimensioni e composizione adeguate. Secondo un'ottica di agenzia, si ritiene che un board più ampio sia associato negativamente alla qualità della governance. I CEO possono essere in grado di controllare più facilmente board di maggiori dimensioni, o soffrire di problemi di "free-rider" nel monitoraggio. Se invece si adotta un'ottica di Resource Based View, board di dimensioni più grandi potrebbero beneficiare di più talenti e attirare l'approvazione degli azionisti.

Oltre la dimensione, un secondo aspetto per misurare la qualità della governance è analizzare la percentuale di amministratori indipendenti. Si ritiene che gli amministratori indipendenti possano tutelare meglio gli interessi degli azionisti (generalmente di minoranza). Anche nell'ambito dell'attivismo, si ritiene che un consiglio più indipendente possa limitare i problemi dell'agenzia. Un terzo aspetto che da sempre attira l'interesse degli studiosi è quello di misurare l'efficienza del board. Una proxy dell'efficienza è il numero delle riunioni del consiglio di amministrazione. In caso di politiche di remunerazione, si è ritenuto che assuma maggiore importanza il comitato per la remunerazione (Conyon, 2014), non solo per i suoi compiti specifici (Hermanson et al., 2012; Kaplan et al., 2015), ma anche per l'efficacia della divulgazione volontaria delle informazioni sulle politiche di remunerazione (Kanapathipillai et al., 2015), diventando così un importante meccanismo di governance aziendale. Oltre i fattori prettamente interni al board, per misurare la qualità della governance si può fare riferimento a fattori esterni, quali la concentrazione proprietaria, la remunerazione totale del CEO e variabili economico-finanziarie, proxy della soddisfazione di massimizzazione del valore per gli azionisti. Con riferimento alla concentrazione proprietaria, essa assume un ruolo importante nel determinare la direzione del voto. Generalmente, si differenzia tra i paesi con una concentrazione più accentuata nell'Europa continentale rispetto a quelli Anglosassoni (La Porta, et al., 1999). Si ritiene che la concentrazione degli azionisti sia una proxy della potenza, influenza e capacità di monitoraggio degli stessi. Ad esempio, Ertimur et al. (2013) individuano che un maggior dissenso sulla politica di remunerazione è riscontrabile nelle società in cui la proprietà è dispersa. Oppure Conyon (2016) riscontra che le imprese con una concentrazione di azionisti istituzionali è positivamente correlata all'opposizione degli azionisti. Infine, il tema della remunerazione e della performance ha da sempre influenzato tanto la qualità della governance, quanto il comportamento degli azionisti (Thomas e Martin, 1999), ritenendo che una remunerazione elevata

e una cattiva performance sia determinante per il dissenso (Alissa, 2015). Balsam et al., (2016) evidenziano che gli azionisti hanno più probabilità di votare contro la politica di remunerazione quando l'impresa decreta un'elevata remunerazione, un aumento della remunerazione del CEO rispetto all'anno precedente o in presenza di un aumento non giustificato da fattori economici di performance.

Con riferimento alle indicazioni di letteratura qui velocemente richiamate, le configurazioni teoriche che portano ad un elevato dissenso rilevate empiricamente (è il concetto di *empirical importance* espresso da Ragin, 2006) sono quattro e si basano sui principali meccanismi utilizzati per misurare la qualità della corporate governance:

- Configurazione #1: bassa concentrazione, elevata dimensione del board, pochi amministratori indipendenti, poche riunioni del comitato remunerazione, bassa remunerazione totale, indifferenza del valore di *price book value*;
- Configurazione #2: elevata concentrazione, elevata dimensione del board, poche riunioni del comitato remunerazione, elevata remunerazione totale, indifferenza del valore di PB;
- Configurazione #3: bassa concentrazione, bassa dimensione del board, molti amministratori indipendenti, poche riunioni del comitato remunerazione, elevata remunerazione totale, basso valore di *price book value*;
- Configurazione #4: indifferenza della concentrazione, elevata dimensione del board, pochi amministratori indipendenti, poche riunioni del comitato remunerazione, elevata remunerazione totale, elevato valore di *price book value*.

Come avverte la letteratura sull'approccio configurazionale, le singole dimensioni di una configurazione possono essere pienamente comprese solo se considerate con tutte le altre dimensioni (Misangyi et al., 2017; Haxhi e Aguilera, 2017). Ciò permette di sviluppare interpretazioni valide.

A tal uopo, la configurazione #3, che presenta una *coverage* unica più elevata rispetto alle altre configurazioni, potrebbe essere interpretata come una governance più lontana da una governance di qualità, che determina quindi maggiore insoddisfazione degli azionisti. In questo caso, una inefficace o inadatta governance è data da una remunerazione elevata associata ad una bassa soddisfazione degli azionisti. A ciò si aggiunge anche una concentrazione e un monitoraggio degli azionisti basso, con poche riunioni del comitato remunerazioni, associato ad un board di piccole dimensioni (anche se sono presenti molti amministratori indipendenti). In tal caso, considerati congiuntamente tali fattori, gli azionisti associano un giudizio negativo ad un governance complessiva che potremmo definire "orientata al management", ovvero una governance manageriale "quasi perfetta" caratterizzata da uno

sbilibrato tra livelli di performance e remunerazione. Questa, oltre a non soddisfare gli azionisti da un punto di vista economico-finanziario, sembrerebbe non rappresentarli in un consiglio di amministrazione ridotto, che si riunisce poco tramite il comitato di remunerazione, il quale decreta un elevato compenso. Sembrerebbe, quindi, che il consiglio di amministrazione poco numeroso sia gestito da un CEO accentrato in grado di influenzare l'operato degli amministratori indipendenti, anche alla luce di un comitato poco produttivo.

A tale tipologia di governance è associata quella della Total, azienda francese che opera nel settore dell'Oil&Gas. Dall'analisi della società si può notare come circa l'87,2% del capitale è in mano ad investitori istituzionali e si registra anche il fenomeno del *CEO Duality*, ovvero il CEO, Patrick Pouyanné, ricopre anche la carica di presidente. Elemento non in linea con le best practice internazionali soprattutto in contesti concentrati.

Una seconda governance non soddisfacente è quella che deriva dalla configurazione #1. In tal caso, la remunerazione totale è bassa e c'è indifferenza rispetto al valore del *price book value*. Pesano l'elevata dimensione del board, con pochi amministratori indipendenti che tengono a riunirsi poche volte nel comitato di remunerazione. Infine, a tale configurazione si aggiunge un monitoraggio e potere degli azionisti basso, data la bassa concentrazione. La governance di questo tipo potrebbe essere orientata ad una inefficienza decisionale. In altre parole, una governance meno efficace, a causa di problemi di coordinamento che un board ampio può creare al fine soddisfare la rappresentanza di tutti gli azionisti. Tali problemi sembrerebbero essere ampliati dalla presenza di pochi amministratori indipendenti e da una scarsa diligenza del comitato di remunerazione.

Una governance di questo tipo si ritrova in Safran e Repsol. Safran è una società francese, nata dall'unione nel 2005 tra la società di elettronica e difesa Sagem e quella aerospaziale Snecma, ed opera in diversi settori di attività, quali l'aeronautica e le comunicazioni. Il board è costituito da 17 membri, che rappresentano diversi stakeholders (Stato e rappresentanti dei lavoratori) e soltanto 7 sono indipendenti. Dall'analisi del report di corporate governance della Repsol, società spagnola attiva nei settori del petrolio e del gas, si evidenzia una bassa attività del comitato di remunerazione con soltanto 2 riunioni nel 2015 e 16 membri del consiglio di amministrazione.

La configurazione #4 presenta sia un'elevata remunerazione sia un elevato valore di *price book value*. La concentrazione proprietaria risulta indifferente nell'analisi, mentre si registra un'elevata dimensione del board, con pochi amministratori indipendenti che tendono a riunirsi poche volte. Si potrebbe definirne una governance con problemi di agenzia, causati da un board ampio con pochi amministratori indipendenti (quindi presumibilmente molti insider). L'elevato *price book value*, in

una situazione del genere, caratterizzata anche da un'elevata remunerazione (probabilmente adottata per allineare il CEO agli interessi degli azionisti), non riesce a contrastare il dissenso.

A tale tipologia di governance è associato a quella di Actividades de Construcción y Servicios e L'Oreal. Dall'analisi di ACS, società spagnola specializzata nell'ingegneria per le costruzioni civili e, tutti i tipi di servizi e telecomunicazioni, si evidenzia che ben 7 membri su 18 sono diretta rappresentazione della proprietà, 4 sono esecutivi e soltanto 5 (il 27,78%) sono indipendenti.

Infine la configurazione #2, che presenta una coverage unica più bassa, si caratterizza per una elevata remunerazione totale, indifferenza del valore di *price book value*, elevata concentrazione e dimensione del board, pochi amministratori indipendenti e riunioni del comitato di remunerazione. Il dissenso in questo caso potrebbe essere dovuto ad un conflitto in seno al CdA, tra maggioranza e minoranza o da differenti coalizioni di comando. Pertanto potrebbe essere definita governance a proprietà forte con conflitti interni.

È una governance riscontrabile nelle società Gas Naturale e L'Oreal. Gas Naturale Fenosa è la principale compagnia integrata di gas ed elettricità della Spagna e il terzo distributore di gas ed elettricità del mercato spagnolo. Dall'analisi della relazione di corporate governance si può evidenziare come sia contesa da tre grandi *blockholders* che detengono tra il 20% e il 25% del capitale sociale.

L'analisi dei risultati della QCA richiede un approccio induttivo che non può esimersi dal considerare sia i singoli casi corrispondenti all'analisi, sia le singole condizioni, andando ad individuare somiglianze o differenze teoricamente rilevanti. Come già anticipato, uno dei vantaggi della QCA è la possibilità di identificare il *case study* corrispondente alla configurazione individuata. Possiamo notare come le configurazioni di governance individuate dall'analisi non corrispondono a nessuna del contesto italiano. Tale risultato spinge ad ipotizzare, con i dovuti limiti, che la governance delle società italiane analizzate risulta essere giudicata migliore dagli azionisti, rispetto a quella delle società francesi e spagnole. Un risultato che è confermato anche dall'analisi del "non esito" (Figura 16). In questo caso è possibile riscontrare, in corrispondenza della configurazione #2, tre società del contesto italiano (Eni, Enel e Saipem).

Dall'analisi del non esito, ovvero del basso dissenso, due sono le configurazioni che meritano una maggiore attenzione ed entrambe si potrebbero definire orientate al monitoraggio. La configurazione #2 si caratterizza per una elevata concentrazione e monitoraggio degli azionisti, associato in ogni caso ad un'elevata presenza di amministratori indipendenti che si riuniscono molto. La dimensione del board è bassa, proxy quindi di una capacità organizzativa e decisionale migliore che fa sì che,

nonostante il *price book value* sia basso, non si determini una insoddisfazione degli azionisti. Il board più piccolo e una concentrazione elevata dimostrerebbe un monitoraggio efficace nei confronti degli amministratori (Sanchez-Marin et al., 2017), tanto da rendere indifferente il livello di remunerazione; come a dire che, in presenza di monitoraggio, il livello di remunerazione non diventa determinante per il voto.

La configurazione #3, corrispondente a quella della Red Electrica, appare una governance soddisfacente, poiché ha una bassa concentrazione proprietaria e un board di piccole dimensioni, associati ad un'elevata presenza di amministratori indipendenti e riunioni del comitato di remunerazione, nonché ad una remunerazione del CEO bassa e ad un valore di *price book value* elevato. Anche questa configurazione può essere vista nell'ottica di un efficace monitoraggio, perché al board di dimensioni piccole (in grado di monitorare meglio e più produttivo rispetto ad un board elevato), si associano elevate riunioni ed una elevata presenza di amministratori indipendenti. Questo orientamento al monitoraggio si riflette anche in una maggiore produttività, riscontrabile in un elevato *price book value*.

5.4 Discussioni

Questo lavoro ha sintetizzato, integrato e metodologicamente contribuito agli studi sul dissenso societario. L'analisi e i relativi test effettuati permettono di dimostrare le preposizioni in precedenza presentate e in particolar modo che:

- 1) Esistono ben quattro strutture di governance “inefficaci” o “non soddisfacenti”, tali per cui il voto mediante il say on pay assume un ruolo di straordinaria importanza, perché evidenzia delle inefficienze nella struttura di corporate governance, confermate anche rispetto al voto medio su tutti i punti votati in assemblea e non soltanto sulle politiche di remunerazione;
- 2) Le configurazioni che determinano un elevato dissenso non sono le stesse, che determinano un basso dissenso. Di conseguenza, sono state individuate configurazioni, che soddisfano maggiormente gli azionisti;
- 3) I fattori interni ed esterni si combinano in maniera differente nel determinare l'elevato dissenso, tuttavia i fattori interni appaiono maggiormente importanti.

Tra i fattori interni una condizione necessaria che decreta un elevato dissenso è il basso numero di riunioni del comitato di remunerazione (condizione che ritroviamo comune a tutte le configurazioni). Tale risultato evidenzia il ruolo del comitato e l'attenzione che gli azionisti hanno nei confronti del comitato, che è responsabile, più del Consiglio di Amministrazione, della preparazione delle decisioni relative alle politiche di remunerazione. Esso inoltre è chiamato anche a verificare se la politica di remunerazione viene rispettata e ad assicurare l'adeguatezza delle informazioni fornite agli azionisti. Ne consegue che un basso numero di riunioni segnala una scarsa intensità del lavoro dei consiglieri che ne fanno parte; ciò comporta una non efficienza del comitato stesso. L'intensità delle riunioni del board è uno degli elementi analizzati in letteratura, con riferimento a come un consiglio di amministrazione opera (Vafeas, 1999). Tale elemento è stato considerato anche come proxy della diligenza del consiglio (Laksmana, 2008), ed è una dimensione decisiva per migliorare l'efficacia di un consiglio e il livello di attività di monitoraggio.

In tale lavoro, si ritiene che la complessità e l'importanza delle politiche di remunerazione necessitano di incontri frequenti, che possano offrire ai membri l'opportunità di discutere e di offrire maggior supporto agli azionisti nella scelta del voto. Interessante è anche la considerazione relativa alla composizione del board, ovvero la dimensione del board e il numero di amministratori indipendenti. Tali condizioni risultano essere sempre sostitutive, ovvero alla presenza dell'una corrisponde l'assenza dell'altra. In particolare, l'analisi dimostrerebbe che, in tre configurazioni su quattro, gli azionisti nella loro attività di voice non giudicano positivamente un board con pochi amministratori indipendenti e di elevata dimensione.

L'idea di un board elevato, che causa un controllo e coordinamento meno efficace, è da sempre presente negli studi della corporate governance (Jensen, 1993) e tale analisi dimostrerebbe che, se associata alla bassa presenza di amministratori indipendenti, la combinazione riceverebbe un voto negativo da parte degli azionisti. Sui fattori non interni, l'analisi non mostra un risultato netto. Infatti a seconda della combinazione con le altre condizioni, la concentrazione proprietaria e il *price book value* possono giocare ruoli differenti (essere elevati, bassi o assumere un ruolo di indifferenza).

I risultati suggeriscono quindi la necessità di un approccio più olistico e completo nella ricerca delle determinanti del dissenso, evidenziando una potenza esplicativa nell'approccio configurazionale. Esso può contribuire a migliorare la comprensione dell'impatto differenziato dei singoli meccanismi sul processo di voto degli azionisti.

I risultati contribuiscono in vario modo alla letteratura. In primo luogo, i risultati individuano configurazioni di governance soddisfacenti e non soddisfacenti, ovvero volte ad un maggiore o minore consenso da parte degli azionisti, così facendo si è cercato di identificare una buona e cattiva

corporate governance, secondo l'ottica degli azionisti che votano in assemblea. In secondo luogo, i risultati suggeriscono la necessità di allontanarsi da modelli di analisi incentrati su “un effetto indipendente”, in quanto limitano la comprensione di come possono operare i meccanismi interni ed esterni della corporate governance. Andando oltre gli approcci maggiormente utilizzati, l'approccio configurazionale ha permesso di identificare come i meccanismi della corporate governance, combinati tra loro, influenzano in maniera differente il comportamento - il voto - degli azionisti ed i risultati sottolineano l'importanza di effetti combinati, che aumentano o sopprimono l'effetto di una determinata variabile sull'esito finale.

Inoltre, i risultati sono utili per gli operatori specializzati nella consulenza manageriale (e di corporate governance) perché forniscono modelli di buona o cattiva governance che portano ad un basso o elevato dissenso. Anche gli emittenti potrebbero utilizzare i risultati in due modi. Data la configurazione che determina un maggior dissenso (e quindi maggiore attivismo), essi potranno tendere o allontanarsi da tale modello. Se, ad esempio, gli amministratori della società o la stessa proprietà sono interessati ad una maggior attivismo, essi avranno un modello a cui ispirarsi e quindi potranno mettere in atto modifiche alla propria governance. Dall'altro lato, invece, i risultati potrebbe essere di aiuto per gestire o addirittura prevenire l'attivismo e il dissenso, qualora esso non sia visto come un elemento positivo per la propria impresa. Preme però sottolineare che una pratica (intesa come fascio di meccanismi) può essere considerata “best practice” solo in funzione della presenza, assenza e soprattutto intensità di altre “practice”.

5.5 Conclusioni

La corporate governance e il ruolo dei consigli di amministrazione sono un tema di fondamentale importanza nello studio dell'economia d'impresa e del diritto societario. Comprendere e conoscere come la struttura di corporate governance possa influenzare l'attivismo societario risulta oggi di fondamentale importanza, poiché una buona governance può attirare determinati tipi di investitori e di conseguenza di capitali.

Storicamente l'attivismo societario ha trovato scarsa applicazione nei mercati fortemente concentrati (come quelli dei paesi latini) in quanto la proprietà delle società quotate è in mano a forti azionisti di controllo (presenza di famiglie o di accordi societari in grado di controllare la maggioranza dei diritti di voto). Tuttavia, negli ultimi anni la situazione sembra registrare cambiamenti in linea con le tendenze internazionali. Nel capitolo 1 (cfr. Figura 6) si è cercato di evidenziare come anche in Italia e Francia di recente sia cresciuto il ruolo degli investitori attivisti (*activist investors*), i quali hanno

cercato di imporre cambiamenti nella corporate governance a danno degli azionisti di maggioranza per ottenere un profitto a breve termine. Joseph Oughourlian, fondatore di Amber Capital, uno dei più importanti hedge fund, l'ha definita una "tranquilla rivoluzione"⁴⁰ ciò che è successo nell'Europa Meridionale allontanando la stessa da una situazione di "capitalismo fortemente controllato"; ne sono un esempio evidente i casi di Parmalat, Mediaset ed Ansaldo. Nel capitolo 1, pertanto, si è cercato di sottolineare come si stia evolvendo il tema dello shareholder activism e, in particolare, sottolineando la sempre maggiore presenza di investitori istituzionali come membri di rilievo nelle società europee tanto che la stessa Commissione Europea più volte ha auspicato una maggiore trasparenza tra società e investitori, nonché maggiore interesse a lungo termine di tutti gli azionisti. L'assunto fondamentale della teoria dell'agenzia che più di altre ha plasmato gli studi della corporate governance, risiede nel considerare che un maggiore capacità di controllo dell'operato degli amministratori da parte degli azionisti massimizzerebbe il valore per gli azionisti e, in generale, migliorerebbe la performance dell'impresa. Tuttavia, nonostante i limiti della stessa teoria, come si è avuto modo di vedere, una sempre crescente letteratura ha collegato la qualità della governance ai risultati aziendali (Adams et al., 2010), ottenendo però risultati spesso discordanti. I risultati aziendali sono stati intesi con riferimento a variabili di natura economico-finanziario (Dalton et al., 1998), alle politiche di remunerazione (Core et al., 1999; Conyon, 1997), nonché ad aspetti della corporate social responsibility (ad esempio, Cucari et al., 2017). La diversità dei risultati derivanti dalla non chiara relazione tra corporate governance e outcome aziendale può essere spiegata in parte dalle differenze nelle prospettive teoriche applicate, dalle metodologie di ricerca utilizzate, dalla misurazione degli outcome e dalle variabili prese in considerazione, nonché dal contesto della singola impresa. Inoltre, i rapporti tra fattori di corporate governance e outcome aziendale potrebbero essere non lineari (Cuadrado-Ballesteros et al., 2017).

In questo lavoro, pertanto, si è voluto fornire un proprio contributo alle variegate configurazioni di governance, che favoriscono fenomeni di shareholder activism, in grado di stimolare le espressioni di voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione adottate dalla società. Individuare configurazioni che possano semplificare o interpretare la complessità dei problemi di governance e del voting degli azionisti è stato sicuramente un compito arduo, ma al tempo stesso affascinante. L'inclusione di tutte queste caratteristiche in un modello che potesse identificare una precisa configurazione ha portato ad utilizzare un approccio diverso ed una tecnica che aiutassero a comprendere la complessità dei fenomeni aziendali. Di conseguenza, l'interesse non è stato semplicemente chiedersi quali siano stati i fattori che determinano il voto, ma come tali fattori

⁴⁰ Dichiarazione tratta dal "Financial Times" del 22 Luglio 2017: Activist investors lead 'quiet revolution' in Italy <https://www.ft.com/content/d6a695ee-6df2-11e7-bfeb-33fe0c5b7eaa?mhq5j=e6>

possano combinarsi, andando ad evidenziare configurazioni basate su determinate caratteristiche di governance, le quali possono rappresentare una opportunità, o una minaccia alla soddisfazione degli azionisti. Tale lavoro risulta essere il primo ad esplorare quando i meccanismi di corporate governance, combinati tra loro, possono essere considerati soddisfacenti o meno in relazione al dissenso societario. Teoricamente, i risultati esaltano l'approccio configurazionale riconoscendo in essa una fertile area di ricerca e la QCA come un metodo appropriato per comprendere i fenomeni complessi della realtà sociale.

Andando oltre i consueti aspetti studiati in passato, tale lavoro ha voluto sperimentare ed offrire informazioni nuove agli studi sul dissenso societario. Così facendo, prendendo spunto dai precedenti lavori sulle determinanti del voting (ad esempio Conyon 2016), nel presente lavoro di ricerca si è cercato di sostenere che la qualità della governance del consiglio spesso agisce come driver del voto. In tal modo, l'analisi delle determinanti del Say-on-Pay ha permesso di individuare anche strutture di governance più funzionali al monitoraggio degli azionisti, ipotizzando che un basso dissenso abbassi il costo del monitoraggio.

Più in generale, infatti, si è sostenuto l'importanza del coinvolgimento degli azionisti attraverso diverse forme e in primis tramite il processo di voto. Si ribadisce che lo shareholder activism descrive una serie di azioni che gli azionisti possono intraprendere per promuovere un cambiamento nella società. La forma più elementare di azione è la votazione durante l'assemblea annuale in quanto gli stessi votano su una serie di argomenti, tra cui le politiche di remunerazione. Esistono anche tante altre forme di shareholder activism, che possono portare ad un vero e proprio shareholder engagement, quali incontri periodici e condivisione di strategie a lungo termine⁴¹. Tuttavia è stato proprio il "say on pay" a dare una nuova e vitale linfa allo shareholder activism e alla ricerca sul dissenso societario. Esso, infatti, costituisce uno strumento utile per studiare come la voce degli azionisti influenzi le dinamiche societarie, le strategie e i risultati aziendali ed è riconosciuto come strumento per aumentare il dialogo tra azionisti e management (Larcker et al., 2012). Il Say on Pay, tuttavia, non va solo inteso come espressione di voto sulle politiche di remunerazione bensì, in ottica più ampia, quale giudizio sull'intera governance aziendale⁴². In tale direzione si è voluto individuare una combinazione di driver del dissenso utili a spiegare quali configurazioni di governance sono poco soddisfacenti per gli azionisti e di conseguenza decretano un dissenso maggiore. Una inefficace o inadatta governance è data, ad esempio, da una remunerazione elevata associata ad una bassa

⁴¹ Lo shareholder engagement potrebbe essere definito come una forma di "attivismo a due vie", a differenza dello shareholder activism che presuppone un "attivismo ad una sola via", poiché in questi casi la società è solo destinataria dell'azione posta in essere dall'investitore.

⁴² Secondo ricerche di ISS, una delle principali società di proxy advisor, un voto negativo di soli il 30% è considerato abbastanza sfavorevole dal consiglio di amministrazione della società. (Schwartz-Ziv e Wermers, 2017)

soddisfazione degli azionisti. A ciò si aggiunge anche una concentrazione e un monitoraggio degli azionisti basso, con poche riunioni del comitato remunerazioni, associato ad un board di piccole dimensioni (anche se sono presenti molti amministratori indipendenti). O ancora una seconda configurazione ritenuta non soddisfacente è composta da una remunerazione totale bassa e indifferenza rispetto al valore del *price book value*, associato ad una elevata dimensione del board, con pochi amministratori indipendenti che tengono a riunirsi poche volte. A ciò si aggiunge un monitoraggio e potere degli azionisti basso, data la bassa concentrazione.

La tematica qui affrontata, nell'ottica metodologica della QCA, è stata poco trattata dalla letteratura; sebbene, come riportato nel paragrafo 3.3, sia molto recente la letteratura che analizza la relazione tra configurazioni di governance e outcome (ad esempio *risk disclosure score*, o performance aziendale), tale lavoro risulta essere originale e pioniere nel considerare la relazione tra governance e dissenso in modo più completo e non lineare, tenendo in considerazione i differenti bundle che possono determinarsi. Così facendo, in linea con Sauerwald et al. (2015), si dimostra che il dissenso svolge un ruolo importante nell'esprimere una valutazione dei meccanismi interni ed esterni della corporate governance. Ogni impresa utilizzerà una configurazione diversa di meccanismi a seconda delle proprie circostanze e in maniera collettiva questi meccanismi costituiscono il contesto dell'ambiente di governo (Yoshikawa et al., 2014).

Diverse le implicazioni pratiche del lavoro. Qui si ribadisce che la dimensione del consiglio, la concentrazione proprietaria, l'indipendenza dei consiglieri e l'attività dei comitati consiliari sono importanti driver della voce degli azionisti. Tuttavia, alcuni di questi possono agire come sostituiti l'uno dell'altro, o essere anche da ostacolo al dissenso, a seconda della configurazione. In effetti non sono, né condizioni necessarie, né sufficienti per ottenere un elevato livello di dissenso. Il presente lavoro propone un contributo metodologico agli studi della corporate governance, poiché combina aspetti qualitativi e quantitativi, considerato da sempre un forte limiti degli studi di corporate governance, troppo basati su approcci quantitativi. Così facendo, si cerca di andare oltre i modelli di regressione ritenendo che la realtà sociale e la dinamica societaria possano comprendere più di una combinazione di fattori per spiegare un esito. Si è dimostrato che la tecnica QCA negli studi della corporate governance è solo agli albori e che è utilizzata da una nicchia di autori; pertanto il lavoro vuole incoraggiare gli studiosi ad approfondire il dibattito sullo shareholder voting utilizzando non soltanto la tecnica, ma anche un approccio qualitative comparative analysis.

5.6. Limiti e Future ricerche

Alcuni limiti di questa tesi derivano dalla metodologia stessa (Kogut, 2009; Ordanini et al., 2014): i risultati sono sensibili all'insieme di fattori selezionati, al campione di analisi e alle tecniche di calibrazione. Nonostante i test siano confortanti, in generale, c'è un numero limitato di fattori che si possono considerare; ciò in quanto il numero di combinazioni aumenta in maniera esponenziale con il rischio di una difficoltà nella fase induttiva finale. Infatti, utilizzando sei meccanismi di governo, si generano complessivamente 64 (2^6) configurazioni diverse. L'aggiunta di ulteriori meccanismi aumenterebbe inevitabilmente la complessità in modo esponenziale, creando un grave onere tecnico per i ricercatori, sia nella conduzione della ricerca che nella presentazione stessa dei risultati (Garcia-Castro et al., 2013). Il processo di calibrazione comporta un grado di soggettività del ricercatore. In questo caso, si è preferito utilizzare uno dei metodi quantitativi più utilizzati in letteratura a scapito di un metodo maggiormente qualitativo. Di conseguenza l'elevata o bassa indipendenza, così come un elevato o basso numero di riunioni, potrebbe discostarsi da una misura più qualitativa. Inoltre la QCA non può essere utilizzata per un'analisi temporale e quindi scatta una "fotografia" della situazione corrente. Così come evidenziano Garcia-Castro et al., (2013) quando le pratiche di governo rimangono relativamente costanti questo problema viene però in parte mitigato.

Un secondo limite della ricerca è quello di non aver considerato una differenza contestuale e di conseguenza alcune pratiche di governo (quali l'indipendenza del consiglio) potrebbero essere influenzate da un contesto normativo (nazionale). Ciò stimola la ricerca futura tenendo conto dell'eventuali differenze non tanto a livello di sistema di corporate governance (confronto tra sistemi insider e outsider) ma anche tra paesi che hanno adottato un sistema vincolante o non vincolante di say on pay. In aggiunta l'efficacia dei meccanismi di governo può essere influenzata anche dai valori e dalle norme culturali, ad esempio l'accettazione di disuguaglianze nel caso di politiche di remunerazione. Questo è soltanto un primo ed esplorativo studio del voting dissent mediante una tecnica e approccio configurazionale e ci si augura di poterlo approfondire in futuro.

Esistono, infatti, numerose possibilità di ricerca future. Lo studio potrebbe essere esteso per valutare se il comportamento degli azionisti cambia a seconda della regolamentazione del say on pay. Un'ulteriore estensione sarebbe uno studio longitudinale per determinare se i risultati siano persistenti nel tempo o limitati a un determinato periodo di tempo, magari con un confronto tra gli anni di prima applicazione del say on pay e i successivi. Inoltre, potrebbe essere interessante includere altre variabili che potrebbero influenzare il rapporto tra governance e dissenso ed infine potrebbe essere interessante replicare lo studio per diverse misure di dissenso. In effetti, il fenomeno dello shareholder activism

si caratterizza per molteplici aspetti legati tanto al comportamento degli azionisti (ed investitori istituzionali) quanto a quello dei proxy advisor. Oggi molti investitori istituzionali e non usano canali privati per la creazione di relazioni a lungo termine e per migliorare la governance aziendale. Queste e altre tipologie di azioni sono difficili da misurare da un punto di vista puramente statistico. Pertanto, attraverso una ricerca più qualitativa, sia dal punto di vista degli azionisti che delle imprese emittenti, i ricercatori potrebbero essere in grado di esaminare meglio gli effetti dell'attivismo. Un approfondimento poi di per sé interessante e meritevole di attenzione, sarebbe come votano e agiscono le sole minoranza in assemblea, andando ad approfondire il dissenso delle singole minoranze azionarie. Sebbene gli azionisti di minoranza siano generalmente visti come un blocco uniforme, in realtà si distinguono in categorie con uno stile di engagement e di azioni differenti, influenzate da una serie di aspetti (Çelik e Isaksson, 2014). Sarebbe interessante dunque indagare il voto dei singoli investitori istituzionali considerando aspetti e caratteristiche comuni (nazionalità, stile, ecc). Del resto anche Gillan e Starks (2007), sostengono che nell'indagare il ruolo degli azionisti, sia necessario considerare che gli stessi si contraddistinguono in termini di differente stile di investimento, incentivi dei manager, clientele, ambiente normativo e abilità di raccogliere e gestire le informazioni. In conclusione, considerando i risultati di questa tesi come base potenziale, gli studi futuri dovrebbero continuare a indagare sul concetto di bundle di corporate governance incorporando altre combinazioni di meccanismi interni scelti a livello aziendale (*board diversity*) e meccanismi di governance esterna imposti a livello nazionale (ad esempio aderenza ai codici di corporate governance). Queste nuove ricerche basandosi su approcci quali-quantitativi potrebbero esaminare nuove relazioni e combinazioni di variabili, al fine di delineare modelli di analisi quanto più vicini alle realtà aziendali volti ad individuare combinazioni di meccanismi di governance che hanno un maggiore successo.

Ringraziamenti

Mettersi in gioco con un Dottorato di Ricerca non era tra i miei obiettivi primari eppure ritengo che sia stata una scelta importante ed emozionante della mia vita.

Fare un dottorato vuol dire, al tempo stesso, essere studente, ricercatore, assistente e professore: un percorso formativo accademico, professionale e umano, che mi ha permesso di sviluppare una serie di capacità trasversali, necessarie per affrontare al meglio situazioni difficili ed imprevedibili. Un “gioco” che mi ha fatto viaggiare, conoscere nuove persone e raggiungere tanti e importanti traguardi personali (più di 20 pubblicazioni e 4 premi/riconoscimenti per l’attività di ricerca svolta).

Se ho potuto condurre tale percorso in questi anni accademici, lo devo anche a voi.

Grazie alla mia amata famiglia: ai miei genitori, Mario e Rosanna, per gli insegnamenti e il sostegno costante e incondizionato su tutto ciò che faccio; ai miei fratelli, Giovanni e Francesco, sempre pronti con il loro provvidenziale aiuto a rispondere alle mie richieste. Nell’amore, un silenzio vale più di un discorso.

Grazie al mio Maestro, Prof. Salvatore Esposito De Falco, per la fiducia riposta in me, nelle mie capacità e forse anche nella mia testardaggine. Un sincero grazie per lo straordinario e piacevole rapporto instaurato in questi anni e per essersi sempre prodigato a far sì, che potessi fare esperienze costruttive e utili alla mia crescita. Nessun cavallo è vincente senza un valente fantino.

Un grazie ai tanti amici e colleghi conosciuti in questi anni: a chi è rimasto a Roma e a chi è più lontano. Un grazie a Tonino per il supporto ricevuto. A Sergio Carbonara di Frontis Governance e al team di Morrow Sodali, che con le loro osservazioni hanno offerto spunti interessanti per il lavoro di tesi.

Grazie a Irene, con cui, inaspettatamente ma piacevolmente, ho condiviso ogni aspetto e scelta in questi anni di dottorato e che mi ha supportato e sopportato. Grazie per l’affetto e la pazienza. Grazie per aver compreso i miei sacrifici per lo studio e gli impegni (anche troppi!) che ci hanno a volte tenuto lontani.

A tutti voi va la mia gratitudine e il mio affetto.

Roma, 11 Gennaio 2018

Bibliografía

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010), The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey. Working paper, Ohio State University.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Aguilera, R. V. (2005). Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective. *British Journal of Management*, 16(s1), S39-S53.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management annals*, 4(1), 485-556.
- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization science*, 19(3), 475-492.
- Aguilera, R.V., Desdender, K., & Castro, L. R. K. (2011) "A Bundle Perspective to Comparative Corporate Governance." In Clarke, T. and D. Branson (Eds.), SAGE Handbook of Corporate Governance. New York: Sage Publications
- Aguilera-Caracuel, J., Fedriani, E. M., & Delgado-Márquez, B. L. (2014). Institutional distance among country influences and environmental performance standardization in multinational enterprises. *Journal of Business Research*, 67(11), 2385-2392.
- Ahrens, T., Filatotchev, I., & Thomsen, S. (2011). The research frontier in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 15: 311–325.
- Al-Baidhani, A. M. (2014). Review of Corporate Governance Bundle. *Corporate Ownership & Control* 11(4), 236-241

- Alegre, I., Mas-Machuca, M., & Berbegal-Mirabent, J. (2016). Antecedents of employee job satisfaction: Do they matter? *Journal of Business Research*, 69(4), 1390-1395
- Alissa, W. (2015). Boards' response to shareholders' dissatisfaction: the case of shareholders' say on pay in the UK. *European Accounting Review*, 24(4), 727-752.
- Alvaro S., Lupini B., (2013), "Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano", Quaderni giuridici CONSOB, Aprile 2013.
- Amani, F. A., & Fadlalla, A. M. (2017). Data mining applications in accounting: A review of the literature and organizing framework. *International Journal of Accounting Information Systems*, 24, 32-58.
- Amenta, E., Carruthers, B. G., & Zylan, Y. (1992). A hero for the aged? The Townsend Movement, the political mediation model, and US old-age policy, 1934-1950. *American Journal of Sociology*, 308-339
- Aoki, M., & Jackson, G. (2008). Understanding an emergent diversity of corporate governance and organizational architecture: An essentiality-based analysis. *Industrial and Corporate Change*, 17(1), 1-27.
- Armour, J., & Cheffins, B. (2012). The Rise and Fall of Shareholder Activism by Hedge Funds. *Journal of Alternative Investments*, 14(3), 17-27.
- Armstrong, C. S., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2013). The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 909-950.
- Arvind, T. T., & Stirton, L. (2010). Explaining the reception of the Code Napoleon in Germany: a fuzzy-set qualitative comparative analysis. *Legal Studies*, 30(1), 1-29.
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H., & Yin, J. (2016). The impact of say-on-pay on executive compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162-191
- Barile, S., & Gatti, M. (2007). Corporate governance e creazione di valore nella prospettiva sistemico-vitale. *Sinergie Italian Journal of Management*, (73-74), 149-168.
- Barral J., (2012). Building Relationships with Your Shareholders Through Effective Communication
 Articolo disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/11/13/building-relationships-with-your-shareholders-through-effective-communication/>
- Baums, T. (1993) Takeover versus institutions in corporate governance in Germany. In D. D. Prentice and P. R. J. Holland (eds) *Contemporary Issues in Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press

- Bebchuk L., & Fried J.M., (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), pp. 71-92
- Bebchuk, L. & Roe, M. J. (1999). A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford law review*, 127-170.
- Bebchuk, L. (2005). The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, 118(3), 835–914
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1-109.
- Becht, M., Polo, A., & Rossi, S. (2016). Does mandatory shareholder voting prevent bad acquisitions?. *The Review of Financial Studies*, 29(11), 3035-3067.
- Bekiaris, M., Efthymiou, T., & Koutoupis, A. G. (2013). Economic crisis impact on corporate governance and internal audit: the case of Greece. *Corporate Ownership and Control*, 11(1), 55-64.
- Belcredi, M., Bozzi, S., Ciavarella, A & Novembre, V (2014). Say-on-Pay in a Context of Concentrated Ownership. Evidence from Italy. CONSOB Working Papers No. 76. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2403886>
- Belcredi, M., Bozzi, S., Ciavarella, A., & Novembre V. (2017). Institutional investors' activism under concentrated ownership and the role of proxy advisors. Evidence from the Italian say-on-pay. *Corporate Ownership and Control* 14 (4), 41-57
- Bell, R. G., Filatotchev, I., & Aguilera, R. V. (2014). Corporate governance and investors' perceptions of foreign IPO value: An institutional perspective. *Academy of Management Journal*, 57(1), 301-320.
- Berbegal-Mirabent, J., & Llopis-Albert, C. (2016). Applications of fuzzy logic for determining the driving forces in collaborative research contracts. *Journal of Business Research*, 69(4), 1446-1451
- Berger, E. S. (2016). Is Qualitative Comparative Analysis an Emerging Method?—Structured Literature Review and Bibliometric Analysis of QCA Applications in Business and Management Research. In *Complexity in Entrepreneurship, Innovation and Technology Research* (pp. 287-308). Springer International Publishing.
- Bianchi M., (2013), “L’attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: un’analisi empirica”. In: “Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali” (a cura di Maugeri M.) - Atti del Convegno, Università Europea di Roma, 13 dicembre 2013.
- Bird, A., Buchanan, R., & Rogers, P. (2004). The seven habits of an effective board. *European Business Journal*, 16(3), 128-132.

- Bruno S., & Bianconi, F. (2015). Say on Pay in Italian General Meetings: Results and Future Perspective. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2559070>
- Bushee, B. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior . *The Accounting Review* , 73 (3), 305-333
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46: 299-339.
- Cai, J., Garner, J. L., & Walkling, R. A. (2009). Electing directors. *The Journal of Finance*, 64(5), 2389-2421.
- Campbell, J. T., Sirmon, D. G., & Schijven, M. (2016). Fuzzy logic and the market: A configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements. *Academy of Management Journal*, 59(1), 163-187.
- Carmona, P., Fuentes, C. D., & Ruiz, C. (2016). Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. *Revista de Administração de Empresas*, 56(3), 342-352.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33-53.
- Çelik, S., & Isaksson, M. (2014). Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2), 93-114.
- Chang, Y. W., Huang, M. H., & Lin, C. W. (2015). Evolution of research subjects in library and information science based on keyword, bibliographical coupling, and co-citation analyses. *Scientometrics*, 105(3), 2071-2087.
- Chasan, E. (2012). 'Say on Pay' Changes Ways. *The Wall Street Journal*, Articolo disponibile su <https://blogs.wsj.com/cfo/2012/02/21/say-on-pay-changes-ways/>
- Codazzi, E. (2016). Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay". *Rivista Orizzonti Del Diritto Commerciale. Rivista Telematica – Anno IV, numero 2.*
- Coduras, A., Berger, E. S., & Allmendinger, M. P. (2015). What Drives Entrepreneurship? A Configurational Analysis of the Determinants of Entrepreneurship in Innovation-Driven Economies. *Die Betriebswirtschaft/Business Administration Review*, Vol. 75, No. 4, pp. 273-288
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., and Wright, A. (2010). Corporate Governance in the Post-Sarbanes-Oxley Era: Auditors Experiences, *Contemporary Accounting Research*, 27 (3), 751–786.

Consob (2010), Recepimento della Direttiva 2007/36/Ce relativa all'esercizio di alcuni diritti degli Azionisti di Società Quotate

Consob (2016), Report on corporate governance of Italian listed companies, Roma

Conyon, M. J., & Leech, D. (1994). Top pay, company performance and corporate governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 56(3), 229-247.

Conyon, M. J., & Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), 640-671.

Conyon, M. J., (2016). Shareholder Dissent on Say-on-Pay and CEO Compensation. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2748645>

Conyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 296-312.

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.

Cotter, J., Palmitter, A., & Thomas, R., (2013). *The First Year of "say on pay" Under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*. George Washington University Law Rev., vol. 81(3)

Cox, J. D., Ferri, F., Honigsberg, C., & Thomas, R. S. (2015). Quieting the Shareholders' Voice: Empirical Evidence of Pervasive Bundling in Proxy Solicitations. *S. Cal. L. Rev.*, 89, 1175.

Crawford, S., Nelson, K., & Rountree, B. (2016). Mind the gap: CEO-employee pay ratios and shareholder Say on Pay votes. Working paper, University of Houston and Rice University.

Croci, E. (2011). Shareholder Activism. Azionisti, investitori istituzionali e hedge fund. Franco Angeli. Milano.

Cronqvist, L. (2006). Using multi-valued outcomes with MVQCA. TOSMANA Technical Note, (2).

Cuadrado-Ballesteros B, Martínez-Ferrero J, García-Sánchez IM. (2017). Board Structure to Enhance Social Responsibility Development: A Qualitative Comparative Analysis of US Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* <https://doi.org/10.1002/csr.1425>

Cucari, N., Esposito De Falco, S., & Orlando, B. (2017), Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, <https://doi.org/10.1002/csr.1452>

Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84-93.

Cuñat, V., Gine, M., & Guadalupe, M. (2015). Say pays! Shareholder voice and firm performance. *Review of Finance*, 20(5), 1799-1834.

Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate governance: an international review*, 24(3): 222-241

- Cziraki, P., Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2010). Shareholder activism through proxy proposals: The European perspective. *European Financial Management*, 16(5), 738-777.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). The Fundamental Agency Problem and Its Mitigation: Independence, Equity, and the Market for Corporate Control. *The Academy of Management Annals*, 1(1), 1-64.
- David, P., Bloom, M., & Hillman, A. J. (2007). Investor activism, managerial responsiveness, and corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 28(1), 91-100.
- David, P., Hitt, M. A., & Gimeno, J. (2001). The influence of activism by institutional investors on R&D. *Academy of Management Journal*, 44(1), 144-157.
- Davis, G. F., & Thompson, T. A. (1994). A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 141-173
- De Andres, P., & Vallelado, E. (2008). Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of banking & finance*, 32(12), 2570-2580.
- De Block, D., Vis B. (2017). Addressing the Challenges in Using Qualitative Data in Qualitative Comparative Analysis. *COMPASSSS Working Paper 2017-88*.
- De Meur, G., & Rihoux, B. (2002). The qualitative comparative analysis (QCA-QCA): Approach, humanities and technical applications. Leuven: Academia-Bruylant.
- Deakin, S., & Hughes, A. (1997). Comparative corporate governance: an interdisciplinary agenda. *Journal of Law and Society*, 24(1), 1-9.
- Del Guercio, D., Seery, L., & Woidtke, T. (2008). Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? *Journal of Financial Economics*, 90 (1), 84-103
- Den Hond, F., & De Bakker, F. G. (2007). Ideologically motivated activism: How activist groups influence corporate social change activities. *Academy of Management Review*, 32(3), 901-924.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 1-36.

- Dijkhuizen T., (2015), Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholder Rights Directive, *European Company Law*, 12, 1, 45
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465
- Donaldson, T. (2012). The epistemic fault line in corporate governance. *Academy of Management Review*, 37(2), 256-271.
- Edelman, P. H., Thomas, R. S., & Thompson, R. B. (2014). Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism. *Southern California Law Review*, *Forthcoming*; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 246/2014; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 14-9. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2401746>
- Edmans, A. & Holderness, C. G. (2016). Blockholders: A Survey of Theory and Evidence. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 475/2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2820976>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Ertimur, Y., Ferri, F. & Stubben, S. (2010). Board of directors' responsiveness to shareholders: Evidence from shareholder proposals, *Journal of Corporate Finance* 16: 53-72.
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2010). Shareholder activism and CEO pay. *The Review of Financial Studies*, 24(2), 535-592.
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 951-996.
- Esposito De Falco S. (2006) Evoluzione e prospettive negli studi sulla governance tra economia e diritto societario, ESI, Napoli.
- Esposito De Falco S. (2014) La corporate governance per il governo dell'impresa, McGraw-Hill Education, Milano.
- Esposito De Falco, S., Cucari, N., & Sorrentino E. (2016), Voting dissent and corporate governance structures: the role of Say on pay in a comparative analysis, *Corporate Ownership and Control*, 13 (4) 188-197.
- Esposito De Falco, S., Bilotta, A., & Cucari N., (2016), La competitività delle banche italiane tra struttura di governance e performance: un'analisi empirica, *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, 04-05/2016. pp 7-30.
- Esposito De Falco, S., Cucari, N., & Bilotta, A. (2017), Consiglio di Amministrazione e performance:

- un'analisi empirica sulle principali banche italiane. In: E. Borgonovi, G. Aiello, A.M. Fellegara (a cura di), Sviluppo, sostenibilità e competitività delle aziende. Il contributo degli economisti aziendali, *Atti XXXVII Convegno AIDEA*, Il Mulino, 2017. ISBN: 9788815271747
- Faghani, M., Monem, R., & Ng, C. (2015). 'Say on Pay' regulation and Chief Executive Officer Pay: Evidence from Australia. *Corporate Ownership & Control*, 12 (3) 28-39
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Felício, J. A., Rodrigues, R., & Samagaio, A. (2016). Corporate Governance and the Performance of Commercial Banks: A Fuzzy-Set Qca Approach. *Journal of Small Business Strategy*, 26(1), 87-101.
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563.
- Ferri, F., & Oesch, D. (2016). Management influence on investors: evidence from shareholder votes on the frequency of say on pay. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1337-1374.
- Ferri, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2010). Shareholder activism and CEO pay. *Review of Financial Studies*. 24 (2): 535-592 <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq113>
- Filatotchev, I. (2007). Corporate governance and the firm's dynamics: Contingencies and complementarities. *Journal of Management Studies*, 44(6), 1041-1056.
- Filatotchev, I. (2008). Developing an organizational theory of corporate governance: comments on Henry L. Filatotchev, Jr. (2008). Quo Vadis? Suggestions for future corporate governance research. *Journal of Management and Governance*, 12(2), 171-178.
- Filatotchev, I., & Allcock, D. (2010). Corporate governance and executive remuneration: A contingency framework. *The Academy of Management Perspectives*, 24(1), 20-33.
- Filatotchev, I., & Boyd, B. K. (2009). Taking stock of corporate governance research while looking to the future. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 257-265.
- Filatotchev, I., & Wright, M. (2017). Methodological issues in governance research: An editor's perspective. *Corporate Governance: An International Review*. 10.1111/corg.12211
- Filatotchev, I., Jackson, G., & Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986.
- Filatotchev, I., Stephan, J., & Jindra, B. (2008). Ownership structure, strategic controls and export intensity of foreign-invested firms in transition economies. *Journal of International Business Studies*, 39(7), 1133-1148.

- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256–279.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards. Strategic Management. Oxford. 10.1093/acprof:oso/9780195162073.001.0001
- Fischer, P. E., Gramlich, J. D., Miller, B. P., & White, H. D. (2009). Investor perceptions of board performance: Evidence from uncontested director elections. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 172-189.
- Fiss, P. C. (2007). A set-theoretic approach to organizational configurations. *Academy of management review*, 32(4), 1180-1198.
- Fiss, P. C. (2011). Building better causal theories: A fuzzy set approach to typologies in organization research. *Academy of Management Journal*, 54(2), 393-420.
- Fiss, P. C., Marx, A., & Cambré, B. (2013). Configurational Theory and Methods in Organizational Research: Introduction. In Configurational theory and methods in organizational research (pp. 1-22). Emerald Group Publishing Limited.
- Fiss, Peer C. (2007), A Set-theoretic Approach to Organizational Configurations. *Academy of Management Review*, 32 (4), 1180-1198.
- Fos, V., & Tsoutsoura, M. (2014). Shareholder democracy in play: Career consequences of proxy contests. *Journal of Financial Economics*, 114(2), 316-340.
- Garcia-Castro, R. & Ariño, M. A. (2016). A General Approach to Panel Data Set-Theoretic Research. *Journal of Advances in Management Sciences & Information Systems*, 2, 63-76.
- Garcia-Castro, R., & Casasola, M. J. (2011). A set-theoretic analysis of the components of family involvement in publicly listed and major unlisted firms. *Journal of Family Business Strategy*, 2(1), 15-25.
- Garcia-Castro, R., & Francoeur, C. (2014). When more is not better: Complementarities, costs and contingencies in stakeholder management. *Strategic Management Journal*. 7(2), 406–424
- García-Castro, R., Aguilera, R. V., & Ariño, M. A. (2013). Bundles of firm corporate governance practices: A fuzzy set analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(4), 390-407.
- García-Castro, R., Aguilera, R. V., & Ariño, M. A. (2013). Bundles of firm corporate governance practices: A fuzzy set analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(4), 390-407.
- Garfield, E. (1955). Citation indexes for science. *Science*, 122, 108-111.

Georgeson (2016), Report on voting preferences of institutional investors during the proxy season 2016

Georgeson (2017), Report on voting preferences of institutional investors during the proxy season 2017

Gerner-Beuerle, C. & Kirchmaier, T., (2016) Say on Pay: Do Shareholders Care?. *FMG Discussion Paper DP751*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2720481>

Gillan S.L., & Starks L.T., (2007), “The evolution of shareholder activism in the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19: 55-73.

Gillan S.L., Bethel J.E., (2000), Corporate Voting and the Proxy Process: Managerial Control Versus Shareholder Oversight. Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=236099>.

Goergen, M., Mallin, C., Mitleton-Kelly, E., Al-Hawamdeh, A., & Chiu, I. H. Y. (2010). Corporate governance and complexity theory. Edward Elgar Publishing.

Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.

Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). Shareholder activism a multidisciplinary review. *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268

Goranova, M., Abouk, R., Nystrom, P. C., & Soofi, E. S. (2016). Corporate governance antecedents to shareholder activism: A zero-inflated process. *Strategic Management Journal*, 38 (2), 415-435.

Grandori, A., & Furnari, S. (2008). A chemistry of organization: Combinatory analysis and design. *Organization Studies*, 29(3), 459-485.

Greckhamer, T. (2011). Cross-cultural differences in compensation level and inequality across occupations: A set-theoretic analysis. *Organization Studies*, 32(1), 85-115.

Greckhamer, T., Misangyi, V. F., & Fiss, P. C. (2013). The Two QCAs: From a Small-N to a Large-N Set Theoretic Approach. In *Configurational theory and methods in organizational research* (pp. 49-75). Emerald Group Publishing Limited.

Greckhamer, T., Misangyi, V. F., Elms, H., & Lacey, R. (2007). Using qualitative comparative analysis in strategic management research: An examination of combinations of industry, corporate, and business-unit effects. *Organizational Research Methods*, 11(4), 695-726.

- Greckhamer, T., Misangyi, V. F., Elms, H., & Lacey, R. (2008). Using QCA in strategic management research: An examination of combinations of industry, corporate, and business unit effects. *Organizational Research Methods*, 11(4), 695-726.
- Gregory-Smith, I., Thompson, S., & Wright, P. W. (2014). CEO pay and voting dissent before and after the crisis. *The Economic Journal*, 124(574), F22-F39.
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L. M., & Xu, P. T. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 418-436.
- Gupta, K., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2013). Is corporate governance relevant during the financial crisis?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23, 85-110.
- Haxhi, I., & Aguilera, R. V. (2017). An Institutional Configurational Approach to Cross-National Diversity in Corporate Governance. *Journal of Management Studies*, 54(3), 261-303
- Hendry, K., & Kiel, G. C. (2004). The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organisational control perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 500-520.
- Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., Veliyath, R., & Ye, Z. S. (2012). The compensation committee process. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 666-709.
- Hilb, M. (2011). Redesigning corporate governance: Lessons learnt from the global financial crisis. *Journal of Management & Governance*, 15(4), 533-538.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2011). What I like about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring. *Organization Science*, 22(3), 675-687.
- Hirschman A., (1970). *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Hooghiemstra, R., Hermes, N., & Emanuels, J. (2015). National culture and internal control disclosures: A cross-country analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 357-377.
- Hudson, J., & Kühner, S. (2013). Beyond indices: The potential of fuzzy set ideal type analysis for cross-national analysis of policy outcomes. *Policy and Society*, 32(4), 303-317.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.

- Iannotta, M., Gatti, M., & Huse, M. (2016). Institutional Complementarities and Gender Diversity on Boards: A Configurational Approach. *Corporate Governance: An International Review*, 24 (4), 406-427
- Iliev, P., Lins, K. V., Miller, D. P., & Roth, L. (2015). Shareholder voting and corporate governance around the world. *The Review of Financial Studies*, 28(8), 2167-2202.
- Ivanova M. (2016). Shareholder activism and the ethical harnessing of institutional investors. The unique case of ShareAction. *Critical perspectives on international business*, 12 (2) pp. 189 -214
- Jackson, G., & Ni, N. (2013). Understanding Complementarities as Organizational Configurations: Using Set Theoretical Methods. In *Configurational theory and methods in organizational research* (pp. 129-158). Emerald Group Publishing Limited.
- Jain, T., & Jamali, D. (2016). Looking inside the black box: the effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 253-273.
- Jensen M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C., & Murphy, K.J. (1990). CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. *Harvard Business Review*, 3, 138-153.
- JP Morgan Report, (2017) The 2017 Proxy Season. Globalization and a new normal for shareholder activism. Disponibile su: <https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320739681811.pdf>
- Judge, W. (2010). Corporate governance mechanisms throughout the world. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 159-160.
- Judge, W. Q., Gaur, A., & Muller-Kahle, M. Antecedents of Shareholder Activism in Target Firms: Evidence from a Multi-Country Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 258-273. (2010)
- Kan, A. K. S., Adebite, E., El Omari, S., & Abdellatif, M. (2016). On the use of qualitative comparative analysis in management. *Journal of Business Research*, 69(4), 1458-1463.
- Kanapathipillai, S., Johl, S., Subramaniam, N., & Wines, G. (2015). Remuneration Committee Existence and Effectiveness: A Study on Their Impact on Voluntary Narrative Executive Remuneration Disclosure. *Financial Markets & Corporate Governance Conference*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2556638>
- Kang, E., Ding, D. K., & Charoenwong, C. (2010). Investor reaction to women directors. *Journal of Business Research*, 63(8), 888-894.

- Kaplan, S. E., Samuels, J. A., & Cohen, J. (2015). An examination of the effect of CEO social ties and CEO reputation on nonprofessional investors' say-on-pay judgments. *Journal of Business Ethics*, 126(1), 103-117.
- Kapsali M. & Roehrich J., (2013). Using fuzzy set qualitative comparative analysis to measure contract rules in complex project operations. Available at <https://www.slideshare.net/MariaKapsaliPhD/using-fuzzy-set-qualitative-comparative-analysis-to-measure-contract-rules-in-complex-project-operations-poms-2013>
- Kent, P., Kercher, K., & Routledge, J. (2016). Remuneration committees, shareholder dissent on CEO pay and the CEO pay–performance link. *Accounting & Finance*. DOI: 10.1111/acfi.12222
- Kim, Y. U., & Ozdemir, S. Z. (2014). Structuring corporate boards for wealth protection and/or wealth creation: The effects of national institutional characteristics. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 266-289.
- Kimbro, M. B., & Xu, D. (2016). Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(1), 19-42.
- Klein, A. & Zur, E. (2009). Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors. *Journal of Finance* 64: 187-229.
- Kogut, B. (2009). Qualitative comparative analysis of social science data. In G. Morgan, J. Campbell, C. Crouch, O. K. Pedersen, & R. Whitley (Eds.), *The Oxford handbook of comparative institutional analysis*: 139–179. Oxford: Oxford University Press
- Kraus, S., Mensching, H., Calabrò, A., Cheng, C. F., & Filser, M. (2016). Family firm internationalization: a configurational approach. *Journal of Business Research*, 69(11), 5473-5478.
- Kraus, S., Ribeiro-Soriano, D., & Schüssler, M. (2017). Fuzzy-set qualitative comparative analysis (fsQCA) in entrepreneurship and innovation research—the rise of a method. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 1-19.
- Krenn, M., (2016). Convergence and divergence in corporate governance: An integrative institutional theory perspective. *Management Research Review*, 39(11), 1447-1471.
- Krook, M. L. (2010). Women's representation in parliament: A qualitative comparative analysis. *Political Studies*, 58(5), 886-908.
- Kvist, J. (2006). Diversity, Ideal Types and Fuzzy Sets in Comparative Welfare State Research. In: *Innovative Comparative Methods for Policy Analysis. Beyond the Quantitative-Qualitative Divide*. Benoit Rihoux and Heike Grimm. New York: Springer.
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222-279.
- Laksmana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research*, 25(4), 1147-1182.
- Larcker, D. F., McCall, A. L., & Ormazabal, G. (2015). Outsourcing shareholder voting to proxy advisory firms. *The Journal of Law and Economics*, 58(1), 173-204.
- Larcker, D. F., McCall, A. L., Ormazabal, G. & Tayan B. (2012). Ten Myths of “Say on Pay”. Stanford Closer Look Series.
- Lassala, C., Carmona, P., & Momparler, A. (2016). Alternative paths to high performance of independent financial advisors: A fuzzy-set analysis. *Journal of Business Research*, 69(11), 5305-5309.
- Lewellyn, K. B., & Fainshmidt, S. (2017). Effectiveness of CEO Power Bundles and Discretion Context: Unpacking the ‘Fuzziness’ of the CEO Duality Puzzle. *Organization Studies*, DOI: 10.1177/0170840616685364
- Lewellyn, K. B., & Muller-Kahle, M. I. (2016). The configurational effects of board monitoring and the institutional environment on CEO compensation: a country-level fuzzy-set analysis. *Journal of Management & Governance*, 20(4), 729-757.
- Lien, Y. C., & Li, S. (2013). Does diversification add firm value in emerging economies? Effect of corporate governance. *Journal of Business Research*, 66(12), 2425-2430.
- Logsdon, J. M., & Van Buren III, H. J. (2008) Justice and Large Corporations: What Do Activist Shareholders Want? *Business & Society*, 47(4), 523 -548.
- Low, C. K. (2004). A Roadmap for Corporate Governance in East Asia. *Northwestern Journal of International Law and Business*, 25 (1): 165-204
- Mallin, C., & Melis, A. (2012). Shareholder rights, shareholder voting, and corporate performance. *Journal of Management & Governance*, 16(2), 171-176.
- Marx, A., Rihoux, B., & Ragin, C. (2014). The origins, development, and application of Qualitative Comparative Analysis: the first 25 years. *European Political Science Review*, 6(01), 115-142.
- Mason, S A., Medinets, A.F., & Dan P. (2017) Say-on-Pay: Is Anybody Listening? *Multinational Finance Journal*, Vol. 20, No. 4, p. 273-322, 2016. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2997895>
- Maugeri, M., (2016), “Proxy Advisor, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore”. ODC - Orizzonti del diritto commerciale, 1-16

- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- McCahery, J. A. & Vermeulen, E.P.M., Six Components of Corporate Governance That Cannot Be Ignored (March 9, 2014). Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2014-2; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 248/2014; Tilburg Law School Research Paper No. 08/2014. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2406565>
- McNulty, T., Zattoni, A., & Douglas, T. (2013). Developing corporate governance research through qualitative methods: A review of previous studies. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 183-198.
- Mello, A.. (2012). A Critical Review of Applications in Qca and Fuzzy-Set Analysis and a 'Toolbox' of Proven Solutions to Frequently Encountered Problems (2012). APSA 2012 Annual Meeting Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2105539>
- Meuer, J., & Rupiotta, C. (2016). A review of integrated QCA and statistical analyses. *Quality & Quantity*, 1-21.
- Meyer, A. D., Tsui, A. S., & Hinings, C. R. (1993). Configurational approaches to organizational analysis. *Academy of Management Journal*, 36(6), 1175-1195.
- Miles, M.B., & Huberman, A.M. (2003). *Qualitative data analysis* (2 ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1995). Complementarities and fit strategy, structure, and organizational change in manufacturing. *Journal of accounting and economics*, 19(2), 179-208.
- Millar, C. C. (2014). To be or not to be: the existential issue for national governance bundles. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 194-198.
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705.
- Misangyi, V. F., Greckhamer, T., Furnari, S., Fiss, P. C., Crilly, D., & Aguilera, R. (2017). Embracing Causal Complexity The Emergence of a Neo-Configurational Perspective. *Journal of Management*, 43(1), 255-282.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, 22(4), 853-886.

- Monem, R., & Ng, C. (2013). Australia's 'two-strikes' rule and the pay-performance link: Are shareholders judicious?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(2), 237-254.
- North D.C., (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, New York.
- Oh, W.Y., Chang Y. K., & Kim T.Y. (2016). Complementary or Substitutive Effects? Corporate Governance Mechanisms and Corporate Social Responsibility. *Journal of Management*. DOI: 10.1177/0149206316653804
- Ordanini, A., Parasuraman, A., & Rubera, G. (2014). When the recipe is more important than the ingredients: A qualitative comparative analysis (QCA) of service innovation configurations. *Journal of Service Research*, 17(2), 134-149.
- Ortiz-de-Mandojana, N., Aguilera-Caracuel, J., & Morales-Raya, M. (2016). Corporate governance and environmental sustainability: the moderating role of the national institutional context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(3), 150-164.
- Paccès, A. (2016). Exit, Voice and Loyalty from the Perspective of Hedge Funds Activism in Corporate Governance . Conference: ECGI-Law Working Paper Series N° 320/2016
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2012). Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis?. *Journal of Financial Services Research*, 41(1-2), 19-35.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence approach*. NY: Harper and Row Publishers.
- Pinto, I., & Picoto, W. N. (2016). Configurational analysis of firms' performance: Understanding the role of Internet financial reporting. *Journal of Business Research*, 69(11), 5360-5365.
- Poulsen, T., Strand, T., & Thomsen, S. (2010). Voting power and shareholder activism: A study of Swedish shareholder meetings. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 329-343.
- Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A., & Volberda, H. W. (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292-306.
- Quine, W. V. (1952). The problem of simplifying truth functions. *The American Mathematical Monthly*, 59(8), 521-531.
- Ragin, C. C. (2000). *Fuzzy-set social science*. University of Chicago Press.
- Ragin, C. C., Drass, K. A., & Davey, S. (2006). *Fuzzy-set/qualitative comparative analysis 2.0*. Tucson, Arizona: Department of Sociology, University of Arizona.

- Ragin, C.C. (1987). *The comparative method: Moving beyond qualitative and quantitative methods*. Berkeley: University of California.
- Ragin, C.C. (2008). *Redesigning social inquiry: Fuzzy sets and beyond*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ragin, C. C., & Fiss, P. C. (2008). Net effects analysis versus configurational analysis: An empirical demonstration. In C. C. Ragin (Ed.), *Redesigning social inquiry: Fuzzy sets and beyond* (pp. 190–212). Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(2), 283-306.
- Rao, K., & Tilt, C. (2016). Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision-making. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347
- Rediker, K. J., & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2011). The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 167-188.
- Rihoux, B. (2006). Qualitative comparative analysis (QCA) and related systematic comparative methods recent advances and remaining challenges for social science research. *International Sociology*, 21(5), 679-706.
- Rihoux, B., Álamos-Concha, P., Bol, D., Marx, A., & Rezsöhazy, I. (2013). From niche to mainstream method? A comprehensive mapping of QCA applications in journal articles from 1984 to 2011. *Political Research Quarterly*, 175-184.
- Roig-Tierno, N., Gonzalez-Cruz, T. F., & Llopis-Martinez, J. (2017). An overview of qualitative comparative analysis: A bibliometric analysis. *Journal of Innovation & Knowledge*, 2(1), 15-23.
- Roig-Tierno, N., Huarng, K. H., & Ribeiro-Soriano, D. (2016). Qualitative comparative analysis: Crisp and fuzzy sets in business and management. *Journal of Business Research*, 69 (4), 1261–1264
- Rose, C. (2012). The new European shareholder rights directive: removing barriers and creating opportunities for more shareholder activism and democracy. *Journal of Management & Governance*, 16(2), 269-284
- Rubach, M. J., & Sebor, T. C. (2009). Determinants of institutional investor activism: A test of the Ryan-Schneider model (2002). *Journal of Managerial Issues*, 245-261.

- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*, 27(4), 554-573.
- Sanchez-Marin, G., Lozano-Reina, G., Baixauli-Soler, J. S., & Lucas-Perez, M. E. (2017). Say on pay effectiveness, corporate governance mechanisms, and CEO compensation alignment. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(4), 226-239.
- Sauerwald, S., Van Oosterhout, J. H., & Van Essen, M. (2015). Expressive Shareholder Democracy: A Multilevel Study of Shareholder Dissent in 15 Western European Countries. *Journal of Management Studies*, 53 (4), 520-551
- Schiehll, E., & Martins, H. C. (2016). Cross-National Governance Research: A Systematic Review and Assessment. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 181-199.
- Schiehll, E., Ahmadjian, C., & Filatotchev, I. (2014). National governance bundles perspective: Understanding the diversity of corporate governance practices at the firm and country levels. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 179-184.
- Schneider, C. Q., & Wagemann, C. (2006). Reducing complexity in Qualitative Comparative Analysis (QCA): Remote and proximate factors and the consolidation of democracy. *European Journal of Political Research*, 45(5), 751-786.
- Schneider, C. Q., & Wagemann, C. (2010). Standards of good practice in qualitative comparative analysis (QCA) and fuzzy-sets. *Comparative Sociology*, 9(3), 397-418.
- Schneider, M. R., & Eggert, A. (2014). Embracing complex causality with the QCA method: An invitation. *Journal of Business Market Management*, 7(1), 312–328.
- Schnyder G., (2012), Measuring Corporate Governance: Lessons From The ‘Bundles Approach, Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 438. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2220616>
- Schulze-Bentrop, C. (2013). Qualitative comparative analysis (QCA) and configurational thinking in management studies. Peter Lang.
- Schwartz-Ziv, M., & Wermers, R. (2017). Do Institutional Investors Monitor their Large vs. Small Investments Differently? Evidence from the Say-On-Pay Vote. Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2510442. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2510442>
- Sjostrom E., 2008, “Shareholder activism for corporate social responsibility: What do we know?”, *Sustainable Development*, 16: 141-154.

- Souha, S. B., & Anis, J. (2016). Corporate governance and firm characteristics as explanatory factors of shareholder activism: Validation through the French context. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1150407.
- Stathopoulos, K., & Voulgaris, G. (2016). The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359-370.
- Activist Insight. (2017). The Activist Investing Annual Review 2017. An annual review of trends in shareholder activism. Disponibile su: <https://www.activistinsight.com/amp/issues/TheActivistInvestingAnnualReview2017.pdf>
- Thiem, A. (2011). Conditions of intergovernmental armaments cooperation in Western Europe, 1996–2006. *European Political Science Review*, 3(01), 1-33.
- Thiem, A., & Dusa, A. (2012). Qualitative comparative analysis with R: A user's guide (Vol. 5). Springer Science & Business Media.
- Thiem, A., & Dusa, A. (2013). QCA: A package for qualitative comparative analysis. *The R Journal*, 5(1), 87-97
- Thomas, R., & Martin, K. (1999). The effect of shareholder proposals on executive compensation. *University of Cincinnati Law Review*, 67, 1021–1082.
- Thomas, R. S. & Van der Elst, C., (2013) The International Scope of Say on Pay (September 2013). ECGI - Law Working Paper No. #227; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 13-22. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2307510>
- Thomsen, S. (2003). The convergence of corporate governance systems to European and Anglo-American standards. *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 4(1), 31-50.
- Tihanyi, L., Graffin, S., & George, G. (2014). Rethinking governance in management research. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1535-1543.
- Tosi, H. L. (2008). Quo Vadis? Suggestions for future corporate governance research. *Journal of Management & Governance*, 12(2), 153-169.
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British journal of management*, 14(3), 207-222.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of financial economics*, 53(1), 113-142.
- Van den Besselaar, P., & Heimeriks, G. (2006). Mapping research topics using word-reference co-

- occurrences: A method and an exploratory case study. *Scientometrics*, 68(3), 377-393.
- Van der Elst, C., & Lafarre, A. (2017). Shareholder Voice on Executive Pay: A Decade of Dutch Say on Pay. *European Business Organization Law Review*, 18(1), 51-83.
- Van Eck, N. J., & Waltman, L. (2010). Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping. *Scientometrics*, 84(2), 523-538.
- Van Essen, M., Heugens, P. P., Otten, J., & van Oosterhout, J. H. (2012). An institution-based view of executive compensation: A multilevel meta-analytic test. *Journal of International Business Studies*, 43(4), 396-423.
- Vink, M. P., & Van Vliet, O. (2009). Not quite crisp, not yet fuzzy? Assessing the potentials and pitfalls of multi-value QCA. *Field Methods*, 21(3), 265-289.
- Vis, B. (2009). Governments and unpopular social policy reform: Biting the bullet or steering clear?. *European Journal of Political Research*, 48(1), 31-57.
- Vis, B. (2012). The comparative advantages of fsQCA and regression analysis for moderately large-N analyses. *Sociological Methods & Research*, 41(1), 168-198.
- Vizcaíno-González, M., Pineiro-Chousa, J., & López-Cabarcos, M. Á. (2016). Analyzing the determinants of the voting behavior using a genetic algorithm. *European Research on Management and Business Economics*, 22(3), 162-166.
- Vogel, R., & Güttel, W. H. (2013). The dynamic capability view in strategic management: A bibliometric review. *International Journal of Management Reviews*, 15(4), 426-446.
- VOSviewer www.vosviewer.com
- Wagemann, C., & Schneider, C. Q. (2010). Qualitative comparative analysis (QCA) and fuzzy-sets: Agenda for a research approach and a data analysis technique. *Comparative Sociology*, 9(3), 376-396.
- Wagemann, C., Buche, J., & Siewert, M. B. (2016). QCA and business research: Work in progress or a consolidated agenda?. *Journal of Business Research*, 69(7), 2531-2540.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Ward, A. J., Brown, J. A., & Rodriguez, D. (2009). Governance bundles, firm performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 646-660.

- Westphal, J. D., & Bednar, M. K. (2008). The pacification of institutional investors. *Administrative Science Quarterly*, 53(1), 29-72.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2013). A behavioral theory of corporate governance: Explicating the mechanisms of socially situated and socially constituted agency. *Academy of Management Annals*, 7(1), 607-661.
- Williamson, O. E. (2000). The new institutional economics: Taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38, 595–613.
- Williamson, O. E., Transaction cost economics: How it works where it is headed. *De Economist*, 146(1), 23–58, 1998.
- Woodside, A. G. (2014). Embrace perform model: Complexity theory, contrarian case analysis, and multiple realities. *Journal of Business Research*, 67(12), 2495-2503
- Yermack, D. (2010). Shareholder voting and corporate governance, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 2(1), pp. 103–25.
- Yoshikawa, T., Zhu, H., & Wang, P. (2014). National governance system, corporate ownership, and roles of outside directors: A corporate governance bundle perspective. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 252-265.
- Zattoni, A. & Judge, W. (2012). *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Zattoni, A., & Van Ees, H. (2012). How to contribute to the development of a global understanding of corporate governance? Reflections from submitted and published articles in CGIR. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 106-118.
- Zupic, I., & Čater, T. (2015). Bibliometric methods in management and organization. *Organizational Research Methods*, 18(3), 429-472

