



Dipartimento di Economia e Finanza

*Cattedra di
Economia e Gestione degli Intermediari Finanziari (Corso Progredito)*

Corporate governance e performance in banca

RELATORE

PROF. DOMENICO CURCIO

CORRELATORE

PROF. CARMINE DI NOIA

CANDIDATA

Edvige Galeardi Pace

MATR. 647541

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Indice della tesi

Introduzione	p. 1
1. Capitolo I: Corporate Governance	p. 3
1.1 Definizioni e Aspetti Concettuali	p. 4
1.2 Ambito di applicazione	p. 9
1.2.1 La specificità delle banche	p. 11
1.3 La corporate governance nella prospettiva della teoria dell'agenzia	p. 13
1.4 Le strutture di governance	p. 19
1.4.1 Il sistema dualistico	p. 20
1.4.2 Il sistema monistico	p. 22
1.4.3 Altri sistemi	p. 24
2. Capitolo II: Il Quadro Normativo	p. 25
2.1 Il quadro normativo di riferimento per la governance	p. 26
2.2 I principi di governo societario dell'OCSE	p. 27
2.3 I codici dei paesi Ue	p. 30
2.4 CRD IV	p. 32
2.5 Basilea 3: un cenno	p. 35
2.5.1 I principi per rafforzare il governo societario	p. 38
3. Capitolo III: L'analisi Empirica	p. 46
3.1 Il campione di banche analizzate	p. 47
3.2 Letteratura e ipotesi di ricerca	p. 49

3.3 Metodologia e variabili di analisi	p. 53
3.4 Le variabili indipendenti	p. 55
3.4.1 Le strutture di governance: vantaggi e svantaggi	p. 55
3.4.2 Il numero di riunioni	p. 59
3.4.3 Dimensione del board	p. 62
3.4.4 Ruolo e composizione del board	p. 66
3.4.5 Età media	p. 75
3.4.6 La variabile di controllo: il Total Capital Ratio	p. 79
3.5 Le variabili dipendenti	p. 80
3.6 Analisi e discussione	p. 82
3.6.1 Analisi descrittiva	p. 83
3.6.2 Correlazione tra variabili	p. 84
3.6.3 Analisi di regressione	p. 87
3.7 Risultati	p. 94

Conclusioni **p. 99**

Ringraziamenti

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

RIASSUNTO

1. Introduzione

La corporate governance è un concetto complesso e problematico, di estrema rilevanza ma di non facile definizione a ragione delle molteplici dimensioni che lo caratterizzano. L'accezione di "corporate governance", che tradotta letteralmente significa "governo societario", indica l'insieme delle procedure connesse al processo di formulazione delle decisioni, alla performance e al controllo dell'impresa, nonché alla messa a punto di sistemi in grado di indirizzare complessivamente l'impresa a soddisfare le ragionevoli aspettative di "accountability" dei soggetti esterni che in essa detengono interessi. Sono elementi di corporate governance la struttura e l'organizzazione della funzione di indirizzo e governo dei vertici dell'azienda, i processi di reporting finanziario e di controllo interno, i codici di condotta personale. Seppure non esiste una definizione univoca per il termine anglosassone "governance", in quanto la stessa definizione del concetto ha subito integrazioni e cambiamenti, una serie di definizioni sono emerse nei dibattiti politici e accademici, accomunate da alcuni elementi che ci permettono di individuare i caratteri rilevanti della stessa. Possiamo in questo senso muovere dalla definizione proposta da Zingales¹ (1998) nella quale si afferma che con l'espressione corporate governance ci si riferisce all'insieme di regole e vincoli posti sulla contrattazione ex post relativa alle quasi rendite generate da una relazione contrattuale. L'autore sostiene che la corporate governance può definirsi considerando due prospettive di analisi differenti: una interna, come sistema di ripartizione dei poteri decisionali in modo da poter concludere contratti completi tra tutti gli stakeholder; l'altra esterna, come insieme di regolamentazioni e procedure ideate per tutelare gli investitori da comportamenti opportunistici e assicurandogli un equo rendimento sul capitale investito. Partendo dalla definizione di Zingales che spiega la nozione di governance attraverso una serie di esempi basati sui contratti, occorre passare a quella di Garvey and Swan² (1994), che la definiscono dicendo che "governance determines how the firm's top decision makers (executives) actually administer such contracts", ovvero la governance il modo con cui i manager effettivamente amministrano i contratti. Diversamente da quanto visto nei due autori precedenti, Mayer³ definisce la funzione di governo societario come "il sistema di strumenti e meccanismi da porre in essere affinché gli azionisti non coinvolti nella gestione possano valutare l'operato dei soggetti amministratori al fine di proteggere il proprio investimento, ovvero in maniera da favorire l'allineamento degli interessi del management con quelli degli azionisti in modo da assicurare che le società siano guidate per il beneficio di questi ultimi. In tal senso l'attenzione si focalizza, quindi, sulle relazioni fra Top Management, Consiglio di Amministrazione e azionisti, tralasciando le relazioni intercorrenti con altri eventuali soggetti portatori di interessi specifici. Tale concezione di governance è in linea con il pensiero di Shleifer e Vishny⁴ che affermano che la

¹ ZINGALES L., Corporate governance. The new palgrave dictionary of economics and the law, MacMillan, London, 1998

² Garvey, G., and P. Swan, 1994, The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm; Journal of Corporate Finance 1, 139-174.

³ MAYER F. (1997), Corporate governance, competition and performance, in DEAKIN S. – HUGHES A., Enterprise and community: new directions in corporate governance, Blackwell, Oxford, pag. 154.

⁴ SHLEIFER A. – VISHNY R. (1997), A survey of corporate governance, in Journal of Finance, Vol. 52, June, pag. 737.

governance si occupa dei modi in cui coloro che apportano capitale alle imprese si assicurano di ottenere un ritorno sul loro investimento. In una concezione di creazione di valore per gli azionisti, una definizione più esaustiva è fornita da Sternberg⁵ che delinea il sistema di corporate governance come quell'insieme di meccanismi che fanno sì che le attività, le risorse e l'intera organizzazione aziendale siano dirette al fine di perseguire gli obiettivi stabiliti dagli azionisti, nel cui interesse l'attività aziendale deve essere svolta. Il concetto di corporate governance tende ad avere una valenza più ampia se si considera la governance non esclusivamente come una relazione tra classi predefinite di soggetti, e orientata verso un unico fine bensì contemplando una molteplicità di attori che gravitano intorno all'impresa, perciò considerando anche gli altri *stakeholders*, oltre agli azionisti. John e Senbet⁶ in un'ottica di creazione di valore per tutti gli stakeholder intendono la governance come l'insieme degli strumenti attraverso la quale gli stakeholder aziendali non coinvolti nella gestione hanno la facoltà di attuare forme di controllo nei confronti del management e di tutti i soggetti che direttamente partecipano all'amministrazione dell'impresa, al fine di salvaguardare i propri interessi. Più in generale, il termine può essere inteso per indicare l'insieme di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti della amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholder, ovvero l'insieme di meccanismi che esercitano un'influenza rilevante sull'allocazione del potere di direzione e di governo in un'impresa⁷. Pertanto elemento comune di tali definizioni è l'esistenza di un conflitto di interessi tra insiders e outsiders, accentuato dalla separazione tra proprietà e controllo.

Tale tesi si propone di analizzare le interazione tra la corporate governance e la performance delle più grandi banche europee. Utilizzando un modello di regressione multivariata di tipo panel ho testato l'effetto di sette variabili rispetto a tre indicatori di performance: dimensione dei board, indipendenza, percentuale di donne, numero di riunioni svolte, età del Ceo, e scelta di un modello two tier vs. il più diffuso one tier system. Come variabili di performance sono stati usati il ROA, ROE e la capitalizzazione di mercato, mentre come variabile di controllo il Total Capital Ratio.

In tale contesto, il presente lavoro si pone l'obiettivo di approfondire la relazione fra struttura finanziaria, corporate governance e valore arrivando alla formulazione di un'interessante proposizione di ricerca. Verranno presentate evidenze empiriche e argomentazioni controverse rinvenibili nella letteratura sul tema. Questa analisi è stata svolta con tre obiettivi principali, il primo è fornire una panoramica dei risultati della letteratura internazionale favorevoli o meno alle nostre ipotesi di ricerca, in secondo luogo si è voluto illustrare e commentare le caratteristiche delle variabili considerate fornendo statistiche descrittive rispetto al nostro campione di banche europee, per meglio comprendere i punti di debolezza su cui è necessario focalizzarsi per migliorare la performance ed infine il terzo obiettivo è stato quello di testare attraverso un modello di regressione la relazione esistente fra le caratteristiche dei sistemi di corporate governance e la performance economico finanziaria delle banche facenti parte del campione.

⁵ STERNBERG E. (1997), Corporate governance: accountability in the market space, Hobart paper, n. 137, pagg. 20 e ss.

⁶ JOHN K. – SENBET (1998), Corporate governance and board effectiveness, in Journal of Banking and Finance, n. 22, pag. 372.

⁷ LANNOO K. (1995), Corporate governance in Europe. Report of a CEPS Working Party, Centre for European Policy Studies, Working report n. 12, pag. 5.

2. Le strutture di governance

La struttura dei board è uno degli elementi più dibattuti a livello internazionale, numerosi studi hanno tentato di dimostrare se uno dei due modelli adottabili sia superiore all'altro e perché. La scelta di un modello piuttosto che un altro esercita una notevole influenza sulla crescita aziendale e sui relativi diritti degli azionisti, al fine di prevenire illeciti e garantire una maggiore trasparenza informativa, e perciò tali strutture sono ampiamente disciplinate e regolate da un punto di vista normativo. A livello europeo le strutture societarie adottabili sono principalmente due:

(a) sistema monistico in cui l'organo di governo è composto da un singolo board, è prevalente in paesi anglosassoni.

(b) sistema dualistico, ovvero a due livelli in cui l'organo di governo è composto da due board separati, un consiglio di sorveglianza e un consiglio di gestione ed è principalmente usato in paesi come Germania, Finlandia e Olanda.

(c) Paesi come l'Italia e la Francia che possono scegliere quale modello adottare, nella nostra analisi sono stati assimilati al one tier, così come da comune prassi internazionale.

Da un punto di vista strutturale, le differenze vanno analizzate tenendo conto del contesto economico e politico in cui tali modelli si applicano. Il modello anglosassone, è contraddistinto da un elevato frazionamento della proprietà, in altre parole da una larga base societaria, ed è caratterizzato da una cultura aziendale *market oriented*, che presuppone una particolare e continua attenzione verso l'esterno per generare interesse e consenso sulle performance della corporation ed attrarre così nuovi potenziali investitori al rischio di impresa; Il modello tedesco, è connotato dalla presenza predominante di società ad alta concentrazione proprietaria, ovvero da una ristretta base societaria ed al contrario del modello precedente, si qualifica per un'*insider orientation*, che comporta un'attenzione particolare verso gli interessi di chi già partecipa al capitale di rischio.

Nella tabella esposta in seguito, si evidenziano le principali caratteristiche dei due modelli:

Tab. 1 caratteristiche distintive dei modelli di governance

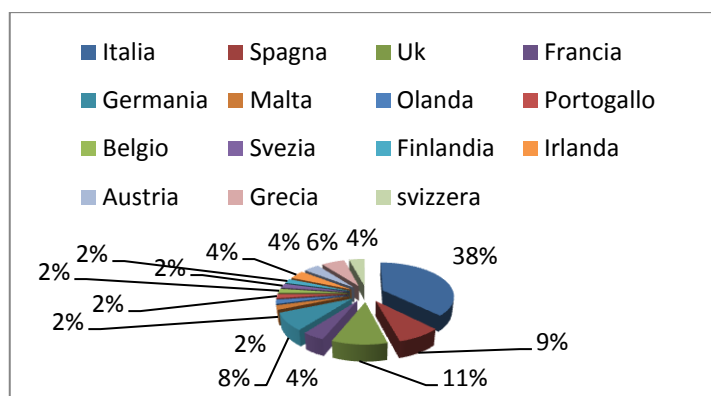
	One Tier Boards	Two Tier Boards
Composizione	Executive e non executive Director operano in un unico board	Executive e non executive Director operano in due board separati
Comitati	Obbligatori o raccomandati	Raccomandati
Organizzazione	Unitaria	Binaria
Ceo e Chairman	Ceo Duality Ammessa	Ceo Duality Non ammessa

Fonte: nostra elaborazione su dati

3. Il campione di banche analizzate

Il campione è composto da 48 banche quotate nei mercati regolamentati, provenienti da 15 diversi paesi UE. La selezione di tali banche è avvenuta a partire dalla capitalizzazione di mercato, con l'obiettivo di costruire un campione omogeneo che potesse rappresentare al meglio quanti più paesi possibili, ovviamente europei. Per condurre l'analisi su come determinate variabili di governance influenzano la performance delle banche, ho raccolto due tipologie di dati differenti. Il primo gruppo di dati concerne le variabili sul governo societario, come composizione dei board e relativa dimensione, sono stati raccolti dalle "Relazioni annuali di Corporate Governance". La prevalenza di banche italiane, spagnole e inglesi ha natura pratica, in quanto i Corporate Governance Report vengono pubblicati inizialmente nella lingua d'origine del paese ed in un secondo momento in inglese. Il secondo gruppo di dati consiste in informazioni di natura contabile e di performance, quali il Roa e il Roe, o dati sul livello di rischio, quali il Total Capital Ratio, e sono stati tratti da Bloomberg e/o Reuters.

Figura 1 Distribuzione Geografica del Campione



Fonte: nostra elaborazione su dati

La figura sovrastante illustra la composizione geografica del campione, in particolare il 38% del gruppo di banche analizzate sono italiane, poco più dell'11% inglesi, mentre le banche spagnole e tedesche rappresentano il 9% e l'8%, rispettivamente, del campione, ed infine gli altri paesi europei sono rappresentati con percentuali minime del 2% in casi come il Portogallo o l'Olanda, fino al 6% della Grecia.

Prima di procedere oltre con l'elaborato appare opportuno precisare che quando si parla di banche, ci si riferisce in prevalenza a banche commerciali e che non svolgono anche l'attività di investimento, seppure alcuni gruppi bancari date le notevoli dimensioni quali ad esempio Deutsche Bank, hanno al proprio interno anche la divisione di corporate and investment banking.

4. Letteratura e ipotesi di ricerca

Tale studio nasce dall'idea che la performance delle banche sia fortemente influenzata dall'attività svolta dai consigli di amministrazione, che a loro volta sono costituiti e operano

secondo un complesso sistema di regole sul governo societario. Di conseguenza determinate caratteristiche di governance influenzano in modo indiretto i risultati economico-finanziari degli istituti bancari, la loro capacità di generare reddito e gestire opportunamente i rischi complessivi, assieme a requisiti patrimoniali sempre più stringenti. Il crescente rilievo attribuito ai sistemi di governance delle banche è principalmente dovuto alla funzione di intermediazione svolta, per cui è necessaria una duplice tutela di interessi, da un lato quelli della banca considerata come impresa, e dall'altro gli interessi e la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso attraverso funzioni di controllo volte ad assicurare la sana e prudente gestione. Nel presente lavoro si sceglie pertanto, di analizzare il settore bancario, identificando aspetti dei consigli di amministrazione che possono avere un maggiore impatto nel processo decisionale ed in seguito sulla performance. Si è deciso di porre l'attenzione sulla struttura e sulla composizione del board e su altre caratteristiche organizzative, tentando di coprire tutti gli aspetti rilevanti, seppure la tematica sia molto ampia, e a mio malgrado variabili quali la remunerazione dei membri dei consigli non sono state incluse nel modello. Se spostiamo l'attenzione su studi condotti in precedenza, si può riscontrare che a seguito della complessità della materia è difficile generare misure valide che portino a risultati univoci, anzi spesso le conclusioni sono discordanti. Frequentemente i lavori di ricerca hanno posto l'attenzione sull'interazione tra due o più dimensioni di governance, di contro tale studio ha deciso di analizzare più variabili contemporaneamente e i loro susseguenti effetti sulla performance, allineandosi agli studi più recenti che tentano di ricercare gli effetti di governance sulla performance, attraverso l'osservazione di fattori multipli.

Gli studi condotti sulle imprese bancarie, in seguito alla natura del settore offrono risultati in disaccordo con la letteratura delle imprese non finanziarie. Simpson and Gleason⁸ (1999) lavorando su un campione composto da banche quotate al SNL nel 1993 hanno concluso che il numero di board members non ha un impatto significativo sulla probabilità di dissesto finanziario delle banche. Adams e Mehran⁹ (2005) esaminano la relazione tra la dimensione dei board e la performance, approssimata dalla Q di Tobin, di 35 *bank holding companies* (BHC) americane quotate tra il 1959 e il 1999. Contrariamente a quanto osservato per le imprese non finanziarie, si rileva una relazione non negativa tra la dimensione del board e la Q di Tobin, ad indicare che eventuali vincoli sulla dimensione dei CdA potrebbero avere un effetto controproducente. Tale evidenza viene giustificata dagli autori attraverso due considerazioni, in primis la forma organizzativa di una BHC può influenzare la dimensione del board ed in secondo luogo attività di M&A possono portare ad un'espansione dei consigli attraverso l'aggiunta di direttori dell'impresa target. Allo stesso modo, Zulkafli and Samad¹⁰ (2007) hanno analizzato un campione di 107 banche quotate in nove paesi emergenti Asiatici, deducendo che la dimensione dei board non è correlata in modo significativo con misure di performance, quali la Q di Tobin e il ROA. Più

⁸ Simpson, W.G., Gleason, A.E., 1999. Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics and Finance* 8, 281-292.

⁹ Adams, R., Mehran, H., 2005. Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. EFA 2005 Moscow Meetings (August 8, 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302593>.

¹⁰ Zulkafli, A.H., Samad, F.A., 2007. Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Asian emerging markets. *Advances in Financial Economics* 12, 49-74.

recentemente, Andres e Vallelado¹¹ (2008) analizzano caratteristiche dei CdA di 69 banche commerciali operanti in USA, Canada, Regno Unito, Spagna, Francia e Italia nel periodo tra 1995-2005. Dopo avere controllato la struttura proprietaria, il peso nel settore e, differenze d'impostazione normativa e istituzionale hanno scoperto che l'inclusione di uno o più amministratori è positivamente associata con la prestazione, misurata tramite Q di Tobin e ROA. Tuttavia, oltre un certo limite, individuato in diciannove direttori, sorgono problemi di coordinamento del processo decisionale che superano i benefici.

Tuttavia, ponendo l'attenzione solo sulla dimensione del board si rischia di trascurare la composizione dello stesso, che è espressione dell'azionariato e di altri portatori di interesse, pertanto appare necessario valutare una serie di fattori anche di natura qualitativa per comprendere al meglio le dinamiche decisionali e il funzionamento dello stesso. La tipologia di consiglieri è sicuramente uno dei fattori più rilevanti, in particolare la distinzione tra indipendenti o esecutivi, così come il numero di altri incarichi, e la presenza di quote rosa. Sierra et al.¹² (2006) hanno costruito un indice che misura la "forza" di un board sulla base di 76 BHC durante il periodo tra il 1992 e il 1997. L'indice consisteva in 7 variabili, tra cui la dimensione e l'indipendenza, sotto l'assunzione che gruppi più grandi e con meno indipendenti sono associati a un minore monitoraggio e ad una compensazione maggiore del CEO, e ciò si riflette in board più "deboli". I loro risultati indicano che board "forti", con un alto punteggio nell'indice, hanno una performance migliore in termini di ROA. Di contro Bhagat e Black¹³ (1999) e Yermack¹⁴ (1996), asseriscono una relazione negativa tra la percentuale d'indipendenti e la performance delle società indagate. Infine, altri studi condotti attraverso analisi che valutano una molteplicità di fattori hanno rilevato evidenza empirica riguardante la già più citata relazione. Larker et al.¹⁵ e Grove et al.¹⁶ analizzano il legame tra variabili di governance (struttura proprietaria e dei Cda, remunerazione e leva finanziaria) e la performance bancaria (Roa, Q di Tobin e qualità dei ricavi) e l'esistenza di un legame anche con la qualità dei prestiti. Tale studio evidenzia un rendimento inferiore in casi in cui la banca si avvale di un'elevata leva finanziaria e in presenza di direttori più anziani e meno indipendenti; mentre la qualità dei prestiti è influenzata dalla presenza di piani d'incentivazione e membri *overboarded*. Gli Autori concludono pertanto che la corporate governance gioca un ruolo importante nella propensione al rischio e la necessità di un'adeguata regolamentazione in grado di tutelare gli interessi di tutte le parti esposte. Più recentemente Cornett et al.¹⁷ hanno condotto

¹¹ Andres, P., Vallelado, E., 2008. Corporate governance in banking: the role of the board of directors. *Journal of Banking and Finance* 32, 2570-2580.

¹² Sierra, G., Talmor, E., Wallace, J., 2006. An examination of multiple governance forces within banking holding companies. *Journal of Financial Services Research* 29, 105-123.

¹³ Bhagat, S., Black, B. (1999), The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer* 54.

¹⁴ Yermack D. (1996), Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40.

¹⁵ Larcker D. F., Richardson S. A., Tuna A. I. (2007), Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance, *Accounting Review*, October.

¹⁶ Grove H., Patelli L., Victoravich L. M., Xu P. (2010), Corporate Governance and Performance: Evidence from U.S. Commercial Banks, Midwest Finance Association Meeting, Las Vegas, February.

¹⁷ Cornett M.M., McNutt J.J., Tehranian H. (2009), The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly-traded U.S. bank holding companies, January.

uno studio simile hai precedenti, sottoponendo a esame l'effetto della corporate governance sulla performance bancaria nel periodo antecedente e di crisi finanziaria, in America. Ovviamente, le prestazioni di una banca diminuiscono durante un periodo di crisi; questa diminuzione si è verificata per tutte le banche del campione indipendentemente dalla loro dimensione ma i maggiori gruppi bancari hanno fronteggiato perdite superiori. Gli Autori hanno riscontrato che diverse misure di governance, in particolare remunerazione di CEO basata sul raggiungimento di determinati obiettivi ed executive ownership, si sono fortemente ridotte prima e durante la crisi. E infine, trovano una relazione rilevante tra il cambiamento delle variabili di governance e i rendimenti azionari nel 2008 in particolare per le banche più grandi.

In contrapposizione agli studi presentati, il presente lavoro si propone di esaminare variabili di corporate governance relative ai consigli di amministrazione nel conteso del mercato creditizio europeo. L'obiettivo è di provare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra alcune variabili di governance che saranno illustrate in seguito e la performance delle banche. Di conseguenza, si testano le seguenti ipotesi di ricerca:

- H₁: la presenza di una relazione statisticamente significativa tra struttura e organizzazione dei board e performance delle banche;
- H₂: la presenza di una relazione statisticamente significativa tra struttura e organizzazione dei board e dimensione delle banche.

5. Metodologia e variabili di analisi

Al fine di testare le ipotesi di cui sopra, mi sono avvalsa di metodi quantitativi per studiare gli effetti della governance sulla performance delle banche attraverso le rispettive variabili, che includono l'analisi della struttura dei board, la relativa composizione e altre variabili correlate quali la presenza di donne, l'età del Ceo e il numero di riunioni svolte sia sulla redditività della banca misurata attraverso il ROE e il ROA che sulla capitalizzazione di mercato. Tale analisi, in conformità con la letteratura, è svolta attraverso statistiche descrittive, matrice di correlazione di Pearson, ed un modello di regressione multivariata (OLS), nel quale la variabile dipendente è rappresentata, alternativamente, da misure di performance di tipo contabile o di mercato.

Le variabili sono elencate e descritte di seguito:

Tab. 1 - Definizione e misura delle variabili

Simbolo	Definizione	Misura	Fonte
Variabili Dipendenti			
ROE	Redditività netta del capitale proprio	$ROE = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Capitale Netto}}$	Bloomberg
ROA	Redditività relativa al	$ROA = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Totale Attività}}$	Bloomberg

	capitale investito		
MCAP	Valore totale di mercato di una società quotata	$MCap = \text{Numero di Azioni} \times \text{Prezzo}$	Bloomberg
Variabili Indipendenti			
ONETWO	Struttura adottata	One tier=1; Two Tier=0	Bloomberg
BRD	Dimensione del board	Logaritmo naturale del numero dei membri del board	Relazione di Corporate Governance
IND	Percentuale di amministratori indipendenti	$\frac{\text{numero di amministratori indipendenti}}{\text{numero totale dei componenti del board}}$	Relazione di Corporate Governance
WOM	Percentuale di amministratori di genere femminile	$\frac{\text{numero di donne presenti}}{\text{numero totale dei componenti del board}}$	Relazione di Corporate Governance
RIU	Numero di riunioni annuali	Logaritmo naturale del numero di riunioni annuali	Relazione di Corporate Governance
AGE	Età del Ceo	Logaritmo naturale dell'età del Ceo	Relazione di Corporate Governance
DUALITY	Ceo Duality	Se il Ceo e il Chairman non sono la stessa persona=1; altrimenti=0	Relazione di Corporate Governance
Variabile di controllo			
TCR	Total Capital Ratio	$TCR = \frac{\text{Total Capital}(tier 1 + tier 2)}{\text{attività ponderate in base al rischio}} \geq 10\%$	Relazione annuale sul bilancio d'esercizio

Fonte: Bloomberg, Reuters.

L'analisi è condotta attraverso lo sviluppo di tre modelli di regressione di tipo panel multivariata (OLS), nel primo e nel secondo modello si indaga l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra le variabili indipendenti e indicatori di redditività della banca, il ROE e il ROA. Infine, l'ultimo modello vuole provare l'esistenza di una relazione significativa tra suddette variabili e la capitalizzazione di mercato, alla base di tale ultimo modello giace l'assunzione che istituti bancari più grandi siano dotati di un governo societario più influente. In ultima istanza, onde evitare problemi di endogeneità si ripetono le stesse analisi utilizzando indicatori di performance susseguenti alle misure di governance, poiché i meccanismi di governance potrebbero essere usati al fine di segnalare al mercato la migliore performance rispetto ad altre banche. L'analisi econometrica è stata svolta con l'ausilio del programma R studio, che mi ha permesso di compiere un'analisi di regressione multivariata di tipo panel. Le tre regressioni sono state calcolate attraverso il metodo *stepwise*, che attraverso criteri matematici, modifica

l'equazione di regressione fino a che si ottiene una combinazione lineare di predittori correlati al massimo con ciascuna variabile dipendente, eliminando dal modello di volta in volta i predittori che soddisfano il criterio di rimozione e rivalutando i restanti. Il modello di regressione multivariata è stato scelto in quanto vi è più di una variabile indipendente che spiega la varianza delle dipendenti, a ciascun predittore di governance è associato un coefficiente e la variabile dipendente è predetta attraverso una combinazione di tutte le variabili moltiplicate per i rispettivi coefficienti più un termine residuo, come segue:

$$Y_{ik} = \beta_1 BRD_{it} + \beta_2 IND_{it} + \beta_3 WOM_{it} + \beta_4 RIU_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 DUALITY_{it} + \beta_7 TCR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dove i identifica le singole osservazioni del campione, Y_{ik} è la misura di performance espressa tramite le k variabili indipendenti e β_1, β_2, \dots sono i parametri da stimare attraverso il modello, mentre t denota l'istante temporale.

6. Risultati

a. Analisi Descrittiva e di correlazione

Tabella 2 - statistiche descrittive delle variabili dipendenti e indipendenti

Variabile	Max	Min	Media	Mediana	Dev. Std	Curtosi
ROE	0.33	-0.68	0.0003	0.03	0.16	6.56
ROA	0.04	-0.04	0.002	0.002	0.01	6.15
MCAP	149849.70	107.40	21831.59	7955.80	29376.55	6.45
BRD	23	8	14.69	14	3.76	-0.22
IND	21	3	8.69	8	4.33	0.6
WOM	7	0	2.63	2.5	1.57	0.33
RIU	34	4	14.3	13	6.95	0.52
AGE	76	42	58.32	57	7.66	-0.31
ONE TIER	1	0	0.75	1	0.44	-0.61
TWO TIER	1	0	0.25	0	0.44	-0.61
DUALITY	1	0	0.88	1	0.33	3.63
TCR	0.34	0.08	0.16	0.16	0.04	4.7

Fonte: nostra elaborazione su dati

La tabella sovrastante illustra le statistiche descrittive per le rispettive variabili. Delle banche analizzate, la media della dimensione del board è circa 15, suggerendo che la le banche in Europa hanno board di grandezza relativamente elevata; con un massimo è di 23 ed una deviazione standard pari a 3.76, ciò implica che tale fattore è disperso tra gli istituti analizzati. Questo rappresenta, secondo Jensen (1993) e Lipton & Lorsch (1992), un impatto negativo per la performance, infatti tali autori sostengono che grandi board portano a risultati meno efficienti in termini di risultati. La deviazione standard è ancora più significativa quando si analizza l'indipendenza che varia da un minimo di 3 ad un massimo di 21. Risultato decisamente negativo è quello sulla presenza di quote rosa nei board che è simile per tutto il campione con una media di

circa 3 donne per consiglio. Di contro, solo il 12% delle banche assegna ad un'unica persona il ruolo di Ceo e Chairman, ciò sta ad indicare che la maggioranza degli istituti si sta adattando alle prassi internazionali che incitano alla separazione dei ruoli onde evitare concentrazione di potere e conflitti di interesse. I board meeting indicano che in media nel 2013 si sono tenute 14 riunioni, questo valore fornisce informazioni utili circa il monitoraggio e la sorveglianza delle operazioni fatte dalle banche da parte dei consigli. Mentre per quanto riguarda l'età del Ceo si varia da un minimo di 42 ad un massimo di 72.

In media, la maggior parte delle banche sembra non avere ottimi risultati in termini di Roe con un ritorno medio pari allo 0.03%. Con un massimo pari al 33%, il ritorno minimo si attesta a -68%, tale dato è tipico di un solo istituto, pertanto lo potremmo identificare come un *outlier* in quanto anche in casi di ROE negativi i valori medi sono attorno al -25%, e pertanto di molto inferiori rispetto al minimo. Il ROA invece varia in un intervallo compreso tra $\pm 4\%$ con una deviazione standard minima dell'1%.

Se guardiamo la curtosi, si evince che gli indicatori di performance e la variabile di controllo sono tutti leptocurtici, mentre le altre variabili mostrano una distribuzione pressoché normale.

Passando all'analisi della correlazione, condotta costruendo la matrice di correlazione di Pearson, esposta in allegato, si evince che la capitalizzazione di mercato è positivamente e significativamente correlata sia con la presenza di donne che con il numero di indipendenti, questo sta a indicare che all'aumentare del valore di mercato di una banca, che ho utilizzato per rifletterne la dimensione, entrambi questi fattori aumentano. Da questa circostanza, potrebbe sorgere un problema di endogeneità ovvero l'adozione di efficaci meccanismi di governo societario possono dipendere dalle buone condizioni di redditività delle banche, piuttosto che esserne la causa. Le due variabili di performance ROE e ROA non presentano correlazione significativa con le variabili di governance.

Inoltre, ci sono correlazioni significative tra le variabili indipendenti e tra le dipendenti ad sia ad un livello del 1% che del 5%, quali quella tra il ROE e il ROA, così come tra il numero di riunioni e la Ceo-Chairman Duality, tra il numero di donne e riunioni svolte seppure con un valore decisamente minimo, ma comunque non da trascurare, ed infine tra la presenza di indipendenti e la struttura adottata, ma in questo caso dobbiamo fare una precisazione in quanto si ha correlazione positiva con i modelli two tier, mentre la stessa è negativa nei confronti dei one tier; tale dato non ci sorprende in quanto nelle banche che si avvalgono del dualistico spesso tutti i membri o comunque più della maggioranza sono indipendenti.

b. Analisi di regressione

Con riferimento all'analisi di regressione, sia la prima ipotesi che la seconda risultano solo parzialmente confermate. In particolare i risultati della prima analisi, rappresentati nella tabella n. 3, mostrano la relazione esistente tra il ROA e le variabili di governance.

Tab. 3 Variabile dipendente: ROA

Variabile	Coefficiente	Err. Std.	t-statistic	Prob. (> t)	
BRD	-0.72136	0.32012	-2.253	0.0261	*
WOM	1.95453	0.8899	1.296	0.03	*
IND	-0.2174	0.29125	-0.075	0.9406	
RIU	-0.5369	0.26913	1.995	0.0483	*
AGE	0.41393	0.18716	-2.212	0.289	*
TCR	3.44616	1.89961	1.814	0.0722	.
Weighted Statistics					
R-squared	0.155		p-value	0.002375	
Adjusted R-squared	0.1124				
SE of Regression	0.9424				
F Statistic	3.68				
livelli di significatività					
	0 '***'	0.05 '.'			
	0.001 '**'	0.1 ''			
	0.01 '*'	1			
Residui	Min	1Q	Mediana	3Q	Max
	-5.6574	-0.3258	0.1667	0.4802	2.0135

Fonte: nostra elaborazione su dati

I risultati sono statisticamente significativi, con un p-value inferiore a 0.05, e con F-statistic maggiore dell'F-tabulato, pertanto rifiutiamo l'ipotesi nulla che il modello sia da scartare nella sua interezza, tuttavia riesce a spiegare solo il 16% della variabilità della performance della banca, probabilmente poiché il ROA è influenzato da una molteplicità di fattori soprattutto di natura finanziaria. Quanto alla relazione tra governance e il ROA, le ipotesi di ricerca sono parzialmente confermate, poiché solo per alcune variabili di governance è possibile osservare valori statisticamente significativi al 5%: in particolare è presente una significativa relazione di dipendenza con il numero di membri dei board, il numero delle riunioni, la presenza di donne e l'età del Ceo. Inoltre è presente una relazione statisticamente significativa anche nei confronti della variabile di controllo, ma tale risultato non sorprende infatti il total capital ratio influenza positivamente la performance delle banche.

In riferimento alla numerosità dei board è presente una relazione di tipo inverso, al crescere della dimensione del board, decresce la performance della banca. Tale risultato è in accordo con quanto è stato descritto nei paragrafi precedenti e con parte della letteratura, Jensen (1993), Lipton & Lorsch (1992), Yermack (1996). La numerosità del board probabilmente è una delle variabili di governance più discusse e a cui è più difficile trovare una risposta che si adatti ad ogni banca, tuttavia come dimostra il modello un'elevata dimensione del board può causare problemi di coordinamento e aumento della tempistica decisionale. La seconda variabile significativa è la percentuale di donne nei board che presenta una relazione non negativa nei confronti della

misura di performance qui analizzata. Dato che la parità di genere nei Cda è un argomento recente, in particolare a livello legislativo l'innalzamento della percentuale di donne è avvenuto solo quest'anno in Europa, seppure alcuni Stati avevano già adottato misure a tal proposito, pertanto non è presente una estesa letteratura al riguardo, nonostante ciò si ritiene che la presenza di donne apporti benefici in termini di diversità di idee e/o approccio al rischio. Ed infine è presente una relazione significativa, positiva la prima e negativa la seconda, con la variabile età e con il numero di riunioni, anche se la dimensione del coefficiente è molto ridotta. Attraverso l'analisi dei beta emerge che la variabile che influenza di più è la numerosità del board, mentre l'analisi dei residui, per valutare la bontà di adattamento, mostra una media prossima allo zero (mean(e) 0.002917555). Inoltre, per verificare la robustezza del modello, si procede alla verifica della presenza di multicollinearità, tramite cui possiamo escludere problemi di collinearità.

Tab. 4 Variabile dipendente: ROE

Variabile	Coefficiente	Err. Std.	t-statistic	Prob. (> t)	
(intercetta)	91.025	37.978	2.397	0.018082	*
BRD	-15.38	4.126	-3.728	0.000296	***
WOM	27.003	11.478	2.353	0.020269	*
IND	-4.257	4.021	-1.059	0.291835	
AGE	-7.341	9.031	-0.813	0.417909	
RIU	-8.398	2.541	-3.305	0.001254	**
Weighted Statistics					
R-squared	0.2324		p-value	5.62E-06	
Adjusted R-squared	0.2004				
SE of Regression	12.22				
F Statistic	7.266				
livelli di significatività					
	0 '***'	0.05 '.'			
	0.001 '**'	0.1 ''			
	0.01 '*'	1			
Residui	Min	1Q	Mediana	3Q	Max
	-31.081	-5.774	2.356	6.345	32.985

Fonte: nostra elaborazione su dati

I risultati ottenuti con la seconda analisi di regressione, illustrati nella Tab. 4, che pone il Roe come variabile dipendente, confermano una relazione statisticamente significativa tra il Roe e le variabili di governance. In particolare il p-value è di molto inferiore al valore soglia di 0.05 e l' F-statistic è di molto superiore all' F-tabulato, pertanto rifiutiamo l'ipotesi nulla che il modello sia da scartare nella sua interezza, ed in questo caso il modello riesce a spiegare il 23% della variabilità della performance. Ancora una volta le ipotesi di ricerca sono parzialmente confermate, nel dettaglio la dimensione del board e la presenza di donne hanno un impatto positivo e significativo, e quindi determinano un effetto positivo, nei confronti del ROE, mentre il numero di riunioni mostra una relazione negativa. Risultato particolarmente importante è la relazione di

dipendenza nei confronti della numerosità dei board che presenta una significatività all'0.1%, tale legame che era presente anche nell'analisi condotta in precedenza, va a rafforzare la nostra ipotesi di inefficienza nei board di grandi dimensioni, inefficienza che può causare problemi nell'organizzazione, comunicazione e partecipazione causando controlli minori e diminuendo la performance complessiva. A sostegno della nostra ipotesi abbiamo numerosi studiosi quali, Judge e Zeithalm¹⁸, 1992, Yermack, 1996, Golden e Zajac¹⁹, 2001, giusto per citarne alcuni. Di contro autori come Pearce e Zahra²⁰, 1992, sostengono che Cda più grandi svolgono un ruolo di monitoraggio più efficiente, anche perché la banca può assumere direttori dotati di particolari capacità ed esperienza. In conclusione, come già detto prima e dimostrato anche dall'analisi l'elevata numerosità comporta problemi di coordinamento, ma con ciò non si vuole affermare che esiste un numero assoluto per ogni Consiglio, anche perché come dimostrato da Adams e Mehran (2003), Hayes et al.²¹ (2004) banche di dimensioni molto grandi o gruppi bancari hanno in media consigli di amministrazione più grandi. Così come prima esiste una relazione di tipo positivo tra la presenza di donne e la performance, per cui valgono le stesse considerazioni fatte in precedenza. Infine, attraverso l'analisi dei beta emerge che la variabile che influenza di più è la appunto la presenza di donne, e si esclude la presenza di collinearità verificata attraverso il *Variance Inflation Factor*²² (VIF) che presenta valori molto bassi.

Tab. 5 Variabile dipendente: Capitalizzazione di mercato

Variabile	Coefficiente	Err. Std.	t-statistic	Prob. (> t)	Colonna11
ONE	18500	5050	0.64	0.000357	***
DUALITY	3714	5808	2.001	0.523684	
BRD	15455	7723	5.121	0.047695	*
WOM	104156	20339	5.66	1.21E-06	***
IND	39713	7016	-2.598	1.10E-07	***
AGE	-17244	6637	-1.86	0.010574	*
RIU	-8528	4586	2.36	0.065419	.
TCR	105889	44859		0.019905	*
Weighted Statistics					
R-squared	0.5928		p-value	< 2.2e-16	
Adjusted R-squared	0.565				
SE of Regression	21480				
F Statistic	21.29				

¹⁸ Judge, W.Q., and Zeithaml, C.P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, Vol. 35(4), 76- 94.

¹⁹ Golden, B.R., and Zajac, E.J. (2001), When will boards influence strategy? Inclination of power in strategic change, *Strategic Management Journal*, 22, 1087–1111.

²⁰ Pearce, J.H., and Zahra, S.A. (1992), Board Composition from a Strategic Contingency Perspective, *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.

²¹ Hayes, R., Mehran, H., and Schaefer, S. (2004), Board Committee Structures, Ownership and Firm Performance, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York and University of Chicago.

²² Il *Variance Inflation Factor* (VIF) rappresenta il reciproco della tolleranza ovvero, $VIF_i = 1/T_i = 1/(1-R^2_i)$. Valori bassi del VIF indicano bassa collinearità, solitamente sono indicativi di forte collinearità valori tra 5 e 10.

livelli di significatività					
	0 '***'	0.05 ' '			
	0.001 '***'	0.1 ' '			
	0.01 '*'	1			
Residui	Min	1Q	Mediana	3Q	Max
	-33680	-14429	-1226	8240	96580

Fonte: nostra elaborazione su dati

Passando all'analisi dell'ultima regressione, illustrata nella Tab.5 si noterà ancora una volta una relazione fortemente significativa tra la variabile dipendente, la capitalizzazione di mercato, e le variabili di governance. Tale modello ci consente di accettare la nostra seconda ipotesi di ricerca (H_2), in cui supponevamo la presenza di una dipendenza tra struttura e organizzazione dei board e dimensione delle banche. In particolare il p-value presenta ancora una volta un valore bassissimo, pertanto la varianza spiegata complessivamente dai predittori è significativa; ed allo stesso tempo possiamo accettare il modello nella sua interezza dato un F-statistic pari a 21.29 ($>F$ -tabulato). Il valore di R^2 indica che il modello riesce a spiegare più della metà della variabilità della performance ($R^2=59\%$). Quanto alla relazione con le variabili di governance il modello mostra una relazione statisticamente significativa con: la dimensione del board, la presenza di donne, la percentuale di indipendenti, l'età del Ceo e con la variabile di controllo. In particolare la relazione di dipendenza della misura di performance rispetto alla variabile "WOM" è diretta e consente di cogliere l'influenza positiva del genere femminile sui lavori del board. Oltre a tale variabile anche la percentuale di indipendenti in questo caso ha una significatività all'1%. L'indipendenza a mio avviso è uno di quei fattori che può soffrire del problema di endogeneità, in quanto negli ultimi anni sia i regolatori che le *best practices* di mercato hanno enfatizzato l'indipendenza nei board. Infatti, dalla nostra analisi condotta in precedenza su questa variabile emerge che l'indipendenza dei non-executive-director è una pratica di governance comunemente raccomandata. Tuttavia, in varie ricerche in ambito bancario, i risultati sull'efficienza dei direttori indipendenti sono misti, in alcune analisi empiriche condotte nell'ultimo decennio non emerge alcuna relazione significativa tra la proporzione di indipendenti e la performance delle banche (Romano et al.²³, 2012; Love e Rachinsky²⁴, 2007; Simpson e Gleason²⁵, 1999), mentre la maggior parte degli studi mostra una relazione positiva tra queste due variabili evidenziando come consigli con più indipendenti operano meglio degli altri (De Andres e Vallelado²⁶, 2008; Sierra et al., 2006). Mentre al contrario dei casi precedenti la relazione con la numerosità del board è positiva andando solo in parte

²³ Romano G., Ferretti P., Quirici M.C. (2012), Corporate Governance and Efficiency of Italian Bank Holding Companies during the financial crisis: an empirical analysis.

²⁴ Love I. e Rachinsky A., (2007), Corporate Governance, Ownership and Bank Performance in Emerging Markets, Working Paper.

²⁵ Simpson W.G., Gleason A.E. (1999), Boars Structure, ownership, and financial distress in banking firms, International Review of Economics and Finance, 8.

²⁶ De Andres P., Vallelado E. (2008), Corporate Governance in Banking: the role of the board of directors, Journal of Banking and Finance, 32.

contro le nostre ipotesi, ed in raccordo con i risultati trovati da Adams e Mehran²⁷ (2003) e Hayes et al. (2004), che hanno svolto un'analisi sulle banche americane concludendo che i gruppi bancari statunitensi o le banche di dimensione maggiore hanno board più numerosi. La loro conclusione quindi, ci porta a ipotizzare che è presente una relazione non negativa con questa variabile solo nel caso in cui la misura di performance è rappresentata dalla capitalizzazione di mercato, che appunto riflette le dimensioni di una banca attribuitagli dal mercato. Ancora una volta dall'analisi dei beta emerge che il contributo maggiore è fornito da questa variabile, ed il risultato del test di collinearità consente di escludere problemi di collinearità tra le variabili.

7. Conclusioni

Il presente lavoro ha inteso analizzare empiricamente, se e in che misura, esiste una relazione tra i meccanismi di governance dei principali gruppi bancari europei e la loro performance, concentrandosi sulla struttura e sulla composizione dei board. Si è voluto investigare la relazione tra, e di conseguenza l'effetto di, variabili di corporate governance interne (quali struttura del board, indipendenza, presenza di donne, età del Ceo) e profittabilità delle banche misurata con il ROE, ROA e capitalizzazione di mercato, con regressioni multivariate di tipo panel.

I risultati ottenuti dalla nostra analisi sono indicativi e coerenti con parte della letteratura. In particolare è emersa una relazione statisticamente significativa di tipo inverso tra le misure di performance e la dimensione dei consigli di amministrazione, che ci ha portato a concludere che è auspicabile ridurre la numerosità dei consigli senza arrivare ad imporre norme legislative che andrebbero a ridurre la flessibilità intrinseca nelle mansioni svolte da tale organo. Di contro, rispetto alla presenza di indipendenti non è emersa nessuna relazione significativa rispetto alla performance, portandoci a concludere non che tale variabile sia ininfluente ma che la sua rilevanza non è rinvenuta nella maggiore numerosità, ma in caratteristiche qualitative di cui devono disporre i direttori. In merito a ciò si spera che le normative e le raccomandazioni dei codici di autodisciplina riescano a definire meglio il ruolo degli indipendenti in modo da metterne in luce le potenzialità che in questo momento rimangono oscurate. La presenza di donne invece presenta una relazione positiva con entrambe le misure di performance, stando a indicare che la *gender diversity* è importante e non va trascurata, in quanto riuscire a formare un board composto da diversità di pensieri e attitudini al rischio non può che giovare i risultati economici di una banca. Per quanto concerne l'età del Ceo e il numero di riunioni non si sono riscontrati risultati rilevanti. Riguardo l'ultima variabile dipendente ovvero la capitalizzazione di mercato i risultati esposti in precedenza sono in parte confermati, fatta eccezione per la numerosità del consiglio e per la presenza di una relazione positiva con il numero di indipendenti, che data la natura della variabile in oggetto trova spiegazione nel fatto che maggiore è la dimensione di una banca maggiore sarà l'attenzione degli istituti nell'attuare le *best practices* imposte dai mercati. In conclusione, i nostri risultati mostrano come la composizione dei board e la dimensione di una banca sono legati alla capacità degli amministratori di svolgere la funzione di monitoraggio, e che board più numerosi non sempre riescano ad esercitare in modo più efficiente la funzione di controllo e consulenza ad essi affidata ed in ultima istanza la creazione di valore per gli investitori.

²⁷ Adams, R., Mehran, H., (2003). Is Corporate Governance different for Banking Holding Companies?, FRBNY Economic Policy Review, April.

La parte empirica di questo studio è giunta alla conclusione che è impossibile determinare la superiorità di Una struttura di governance rispetto ad un'altra, così come condiviso dalla maggioranza degli altri studi accademici. Ciò nonostante, mettendo in luce le principali caratteristiche e pro e contro di entrambi si nota la presenza di argomenti validi a sostegno dei due sistemi. Alla luce di ciò mi propongo di illustrare brevemente miglioramenti che potrebbero migliorare sia l'uno che l'altro modello.

In relazione al two-tier system, già negli ultimi anni a seguito della complessa situazione economica, caratterizzata da gruppi bancari di dimensione crescente e sempre più internazionali, il ruolo del supervisory board è passato da una funzione meramente onoraria ad una di maggiore controllo sul management. È possibile compiere ancora i seguenti miglioramenti:

- Rafforzare il ruolo del Presidente, l'unico con due voti, poiché è l'unico che intrattiene rapporti con il management più frequentemente, motivo per cui sarebbe preferibile che fosse indipendente, e che fosse stabilito un limite massimo al suo mandato;
- Incrementare la frequenza delle riunioni;
- Introdurre comitati controllo e rischi, nomine e remunerazione, in particolare per i gruppi bancari di notevoli dimensioni poiché si garantirebbe maggiore flessibilità nell'organizzazione e nello svolgimento delle riunioni, poiché i comitati sono sicuramente di dimensione inferiore al board;
- Rafforzare la facoltà degli azionisti di intraprendere azioni legali nei confronti dei consiglieri di sorveglianza;
- Incrementare il coinvolgimento dell'organo di supervisione nelle decisioni prese dal management.

Per quanto riguarda il monistico, alcune considerazioni effettuate per il duale trovano applicazione anche qui e quindi non necessitano di essere ripetute, quale ad esempio l'introduzione dei comitati.

Oltre a questo:

- Incrementare la frequenza e la durata delle riunioni;
- Avere un numero di direttori indipendenti adeguato alla dimensione della banca.

Con tale lavoro, si è inteso fornire un modello econometrico in grado di valutare l'effetto della governance sulla performance bancaria, in un periodo recente, tra il 2011 e il 2013. I risultati ottenuti possono rappresentare un contributo interessante alle ricerche in tema di governance bancaria, ed essere un punto di partenza per condurre analisi su un campione più ampio, includendo anche banche non quotate. Inoltre, sarebbe interessante estendere l'analisi ad altre variabili di governance escluse prima tra tutte la remunerazione, ma anche la composizione dei comitati.

ALLEGATI

Tabella 6 - Matrice di Correlazione di Pearson

	MCAP	ROE	ROA	TCR	BRD	IND	WOM	RIU	AGE	DUALITY	ONETIER	TWOTIER
MCAP	1											
ROE	0.089	1										
ROA	-0.035	0.971*	1									
TCR	0.154	0.345	0.453	1								
BRD	0.037	-0.235	-0.167	-0.239	1							
IND	0.294**	-0.081	-0.185	0.024	0.024	1						
WOM	0.305**	-0.075	-0.144	-0.104	0.504	0.406	1					
RIU	-0.317	-0.361	-0.193	-0.284	0.050	-0.001	0.0002**	1				
AGE	-0.226	-0.096	-0.050	-0.420**	0.229	-0.226*	-0.085	0.035	1			
DUALITY	-0.033	-0.047	0.039	0.128	-0.015	-0.145	0.030	0.094*	-0.152	1		
ONETIER	0.033	-0.088	0.045	-0.202	-0.191	-0.615*	-0.295	0.008	0.237	0.073	1	
TWOTIER	-0.033	0.088	-0.045	0.202	0.191	0.615*	0.295	-0.008	-0.237	-0.073	-1**	1

BIBLIOGRAFIA

ADAMS R., MEHRAN H. (2003), *Is Corporate Governance different for Banking Holding Companies?*, FRBNY Economic Policy Review.

ADAMS R., MEHRAN H. (2005), *Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry*, EFA Moscow Meetings, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302593>.

ALVARO S., CICCAGLIONI P., SICILIANO G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance*, Quaderni giuridici, CONSOB, 2013.

ANDRES P., AZOFRA V., LOPEZ F.J. (2005), *Corporate boards in OECD countries: Size, composition, compensation, functioning and effectiveness*, Corporate Governance: An International Review 13, 197–210.

ANDRES P., VALLELADO E. (2008), *Corporate governance in banking: the role of the board of directors*, Journal of Banking & Finance 32, 2570–2580.

BERLE A., MEANS G. (1932), *The modern corporation and private property*, MacMillan, New York.

BHAGAT S., BLACK B. (1999), *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, Business Lawyer 54, 921-963.

BHAGAT S., BLACK B. (2002), *The non-correlation between board independence and long-term firm performance*, Journal of Corporation Law 27, 231–274.

BROGI M. (2008), *Corporate Governance e modello dualistico in banche e assicurazioni*, Bancaria Editrice, Roma.

CAPRIO G., LAEVEN L., LEVINE R. (2007), *Governance and banks valuations*, Journal of Financial Intermediation 16, 584–617.

COLES J. L., DANIEL N. D. AND NAVEEN L. (2008), *Boards: Does one size fit all?*, Journal of Financial Economics 87, 329-356.

DE SIMONE A. (2012), *Governance Structure, Risk an Performance in the European Banking Sector: an Empirical Analysis*, Aestimatio, the ieb international journal of finance 4, 116-143.

DI ANDREA M., CARTA S., SILVIA G. (2010), *I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*, Giuffrè Editore, Cagliari.

GARVEY G., SWAN P. (1994), *The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm*, Journal of Corporate Finance 1, 139-174.

GOLDEN B.R., ZAJAC E.J. (2001), *When will board influence strategy? Inclination of power in strategic changes*, Strategic Management Journal 22, 1087-1111.

GREUNING H.V., AND BRATANOVIC S.B. (2003), *Analyzing and Managing Banking Risk: A framework for assessing corporate governance and Financial Risk*, The World Bank, Washington D.C.

GROVE H., PATELLI L., VICTORAVICH L.M., XU P. (2010), *Corporate Governance and Performance: Evidence from U.S. Commercial Banks*, Midwest Finance Association Meeting, Las Vegas.

HAYES R., MEHRAN H., SCHAEFER S. (2004), *Board committee structures, ownership and firm performance*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York and University of Chicago.

HERMAN E. (1981), *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge.

HOLMSTROM B. (1999), *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*. *The Review of Economic Studies* 66(1), 169-182.

JENSEN J.C. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, *Journal of Finance* 48, 831-880.

JENSEN M. AND W. MECKLING (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

JOHN K., SENBET W. (1998), *Corporate governance and board effectiveness*, *Journal of Banking and Finance* 22, 371-403.

JUDGE W.Q., ZEITHAML C.P. (1992), *Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process*, *Academy of Management Journal* 35(4), 76- 94.

JUNGMANN C. (2006), *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board systems*, *European Company and Financial Law Review* 3, 426-474.

LANNOO K. (1995), *Corporate governance in Europe, Report of a CEPS Working Party*, Centre for European Policy Studies, Working report 12, p. 5.

LARCKER D.F., RICHARDSON S.A., TUNA A.I. (2007), *Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance*, *The Accounting Review* 82(4), 963-1008.

LIPTON M., LORSCH J. (1992), *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, *Business Lawyer* 48, n.1, 59-77.

LOVE I., RACHINSKY A. (2007), *Corporate Governance, Ownership and Bank Performance in Emerging Markets: Evidence from Russia and Ukraine*, World Bank Working Paper.

MASERA R. (2006), *La Corporate Governance nelle Banche*, il Mulino, Bologna.

MAYER F. (1997), *Corporate governance, competition, and performance*, In *Enterprise and Community: New Directions in Corporate Governance*, S. Deakin and A. Hughes, Blackwell Publishers: Oxford.

ORIOLO C. M. (2008), *Le criticità del sistema dualistico nella corporate governance*, in *Magistra, Banca e Finanza* - www.magistra.it, ISSN 2039-7410.

PEARCE J.H., ZAHRA S.A. (1992), *Board Composition from a Strategic Contingency Perspective*, *Journal of Management Studies* 29(4), 411-438.

PRENDERGAST C., STOLE L. (1996), *Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning*, *Journal of Political Economy* 104(6), 1105-1134.

QUACK S. AND HANCKÉ B. (1997), *Women in decision-making in finance*, European Commission and European Expert Network.

ROMANO G., FERRETTI P., QUIRICI M.C. (2012), *Corporate Governance and Efficiency of Italian Bank Holding Companies during the financial crisis: an empirical analysis*, in Mitsuru Mizuno, Michele Pizzo and Alexander Kostyuk, *Evolution of corporate governance in banks*.

SCHARFSTEIN D.S., STEIN J.C. (1990), *Herd Behavior and Investment*, *The American Economic Review* 80(3), 465-479.

SHLEIFER A., VISHNY R. (1997), *A survey of corporate governance*, *Journal of Finance* 52, 737-783.

SIERRA G., TALMOR E., WALLACE J. (2006), *An examination of multiple governance forces within banking holding companies*, *Journal of Financial Services Research* 29, 105-123.

SIMPSON W.G., GLEASON A.E. (1999), *Boards Structure, ownership, and financial distress in banking firms*, *International Review of Economics and Finance* 8, 281-292.

SMITH A. (1776), *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, Penn State Press ed. 2005, New York.

VAFEAS N. (1999), *Board Meeting Frequency and Firm Performance*, in *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.

VAFEAS N. (2003), *Length of board tenure and outside director independence*, *Journal of Business Finance & Accounting* 30(7/8) p1043-1064.

WINTOKI M.B., LINCK J.S., NETTER J.M. (2007), *Endogeneity and the dynamics of corporate governance*, Journal of Financial Economics 105, 581-606.

YERMACK D. (1996), *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, Journal of Financial Economics 40(2), 185-211.

YERMACK D. (2006), *Board members and company value*, Financial Markets and Portfolio Management 20(1), 33-47.

ZATTONI A. (2004), *Il governo economico delle imprese*, Egea, Milano.

ZINGALES L. (1997), *Corporate governance*, The new palgrave dictionary of economics and the law, MacMillan, London.

ZULKAFI A.H., SAMAD F.A. (2007), *Corporate governance and performance of banking firms: evidence from Asian emerging markets*, Advances in Financial Economics 12, 49-74.

SITOGRAFIA

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Principles for enhancing corporate governance*, consultative document, <http://www.bis.org/publ/bcbs168.pdf>.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, http://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf.

BORSA ITALIANA (2014), Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina*, <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/codice2014.pdf>.

CADBURY COMMITTEE (1992), *Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

CHANA VAT A., RAMSDEN K. (2013), *Mining the metrics of board diversity*, Thomson Reuters, http://share.thomsonreuters.com/pr_us/gender_diversity_whitepaper.pdf.

CORNETT M.M., MCNUTT J.J., TEHRANIAN H. (2009), *The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly-traded U.S. bank holding companies*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1476969.

EUROPEAN COMMISSION (2011), *Capital requirements regulation and directive—CRR/CRD IV*, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm#maincontentSec1.

GREENBURY SIR RICHARD (1995), *The Greenbury Report*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf>.

HEIDRICK & STRUGGLES (2014), *Towards Dynamic Governance*, <http://www.heidrick.com>.

IL SOLE 24 ORE, www.ilsole24ore.com

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES, ISS, <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/>.

OECD (2004), *Principles of corporate governance*, Paris, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>.

OECD (2005), *Glossary of Statistical Terms*, European Central Bank, Frankfurt, Glossary, <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778>.

SWEDISH CORPORATE GOVERNANCE BOARD (2010), *The Swedish Corporate Governance Code*, http://www.corporategovernanceboard.se/media/45322/svenskkodbolagsstyrn_2010_eng_korrigerad20110321.pdf.

THOMSON REUTERS, <http://thomsonreuters.com>.