



Università Ca' Foscari – Venezia

L'ORGANIZZAZIONE FA LA DIFFERENZA?

IX Workshop dei Docenti e dei Ricercatori di Organizzazione Aziendale

7 – 8 Febbraio 2008

Track: Il valore dell'organizzazione: l'impatto delle variabili organizzative sulle performance di impresa (track Economia & Management)

TURNOVER DEL CEO E PERFORMANCE D'IMPRESA

GIOVANNI COSTA

Università di Padova

giovanni.costa@unipd.it

MARTINA GIANECCHINI

Università di Padova

martina.gianecchini@unipd.it

PAOLO GUBITTA

Università di Padova

paolo.gubitta@unipd.it

Premessa

La relazione tra *turnover del CEO* e *performance d'impresa* non è un tema nuovo in letteratura, ma assume un significato particolare nel capitalismo italiano, per il concorso di tre fenomeni.

Il primo riguarda la mancanza di un efficiente *market for corporate control*, che porta ad assetti proprietari concentrati e stabili, che in alcuni casi rendono difficile allocare il controllo a chi ha le capacità per far crescere l'impresa ed è in grado di sopportare meglio il rischio (Bianchi *et alii* 2005).

Ne consegue, secondo fenomeno, che risulta depotenziata la minaccia di *scalate ostili* come meccanismo per incentivare una gestione efficiente e la creazione di valore. Se le *performance d'impresa* non sono soddisfacenti, pertanto, è più semplice rimuovere il CEO, ovvero il leader del *top management team*, piuttosto che alterare gli assetti proprietari (Certo *et alii* 2006; Huse 2007; Pittino e Gubitta 2007).

La stabilità del controllo porta al terzo fenomeno, la *familiness*, intesa come ampia *sovrapposizione* tra famiglia e impresa e sistematica *interazione* tra queste istituzioni. Non si tratta di una prerogativa solo italiana (James *et alii* 2005), ma di un fenomeno che in Italia permea le strutture di governance e i top management team (Compagno *et Alii*, 2005), riducendo le opportunità di "arroccamento" (*entrenchment*) del CEO esterno alla compagine proprietaria. In altri termini, la concentrazione della proprietà permette concretamente di ricorrere alla rimozione del CEO anche senza il suo consenso.

La stima dell'impatto del *turnover del CEO* sulla *performance d'impresa* non ha portato a risultati concordanti (Giambatista *et alii* 2005). In alcuni casi, la sostituzione del CEO è un semplice *gesto rituale* che non ha rilevanza gestionale. In altri, la rimozione del leader del top management team può avere effetti destabilizzanti sull'organizzazione tali da impedire al sostituto di attivare azioni capaci di migliorare la performance.

All'interno di tale contesto, questo paper studia la relazione tra *turnover del CEO* e *performance d'impresa* nelle aziende che si trovano nelle condizioni istituzionali idonee per ridurre la coerenza dei tre fenomeni citati in apertura.

In particolare, l'analisi si concentra sugli effetti sulla performance (misurata come variazione del ROA), dei casi di successione del CEO avvenuti nel corso del periodo 1994-2007 nell'intera popolazione delle imprese quotate del Nordest. Le variabili

considerate nell'analisi sono state scelte in base alla loro significatività nel contesto imprenditoriale brevemente descritto in precedenza. Infine, considerando che l'efficacia del manager, a parità di caratteristiche personali e professionali, potrebbe essere condizionata dal fatto di essere inserito in un contesto organizzativo sano e performante oppure in una situazione di crisi, si è considerata come variabile mediatrice l'andamento del ROA nei due anni precedenti il cambiamento del CEO.

La scelta di queste imprese *non è casuale*, ma rappresenta il contesto ideale per cogliere i reali fattori di discontinuità nei processi di crescita e sviluppo delle imprese a proprietà concentrata, verso un nuovo modello di capitalismo che si allontana progressivamente dal *capitalismo personale e delle relazioni*.

Le aziende quotate del Nordest hanno superato la *resistenza all'apertura* al mercato finanziario assoggettandosi ad una maggiore disciplina finanziaria, con il conseguente indebolimento del controllo da parte della famiglia proprietaria (Corbetta 2005). Nelle imprese almeno potenzialmente più *contendibili*, la rimozione del CEO dovrebbe essere spiegata dalla prospettiva di ottenere un miglioramento delle performance.

In queste imprese, inoltre, la *familiness* viene necessariamente messa in discussione dalla *disciplina* imposta dal mercato finanziario, che porta al ridimensionamento della cosiddetta *institutional overlap* negli organi di governance e di gestione e alla progressiva *professionalizzazione* dei top management team, attraverso il ricorso al mercato esterno del lavoro manageriale. Ne consegue che il nuovo CEO dovrebbe realmente incidere sulla performance dell'impresa.

Nel complesso, quindi la popolazione delle imprese quotate del Nordest permette di studiare il fenomeno del turnover dei CEO, che nel contesto italiano risulta ancora poco approfondito, anche a causa delle condizioni del mercato azionario (Barocci *et alii* 2006; Brunello *et alii* 2003).

Rispetto ad altri studi che si sono occupati dell'analisi delle determinanti e delle conseguenze del turnover del CEO, il contributo di questo paper è duplice.

Da un lato, la ricerca ha caratteri di originalità legati al contesto nel quale è stata effettuata e di conseguenza relativamente alle variabili selezionate come significative per spiegare se il nuovo CEO può influire sulla performance dell'impresa. In secondo luogo, l'andamento della redditività d'impresa precedente al cambiamento dei vertici aziendali, che molti studi dimostrano essere significativamente correlato con le

performance post-cambiamento, è stato considerato come un fattore che condiziona l'efficacia del nuovo CEO nel suo ruolo: a parità di caratteristiche del manager ci aspettiamo che la sua azione ottenga risultati diversi in base alla situazione reddituale ereditata dal suo predecessore.

Turnover del CEO e performance: teorie a confronto

Il legame tra cambiamento dei vertici aziendali e performance d'impresa è stato oggetto degli studi di management dall'inizio degli anni '60. A partire dai lavori di Grusky (1960 e 1963), condotti su gruppi di squadre sportive, si sono progressivamente affermati tre diversi approcci volti a spiegare se e in che modo cambiare il CEO, in presenza di performance negative, migliori l'andamento dell'impresa. Infatti la sostituzione dell'amministratore delegato è, in base ad un'indagine di Booz Allen Hamilton, lo strumento con cui un'impresa americana su quattro reagisce al conseguimento di basse performance. Inoltre, secondo uno studio condotto da Farrell e Whidbee (2003) sarebbe sufficiente il senso di incertezza sulle aspettative di performance, alimentato da previsioni discordi degli analisti finanziari, ad aumentare la probabilità di una sostituzione.

Secondo una prima interpretazione (*common sense theory*), il cambiamento del CEO è un mezzo efficace per migliorare i risultati economici e finanziari dell'impresa. L'assunto sottostante è che il CEO sia una figura che ha il potere di condizionare fortemente le performance e che le sue competenze individuali possano essere sufficienti per risolvere la situazione di crisi. Inoltre, egli agisce come attivatore del cambiamento organizzativo, soprattutto se proveniente dall'esterno dell'impresa, dal momento che apporta una cultura e una visione nuove rispetto a quelle che hanno condotto l'organizzazione alla crisi (Karaevli 2007; Lauterbach *et alii* 1999).

In base a una seconda interpretazione (*vicious circle theory*), il turnover del CEO non avrebbe in realtà alcun effetto sulle sull'andamento dell'impresa, se non addirittura aumentare il rischio di un suo peggioramento. Se infatti, più le performance peggiorano maggiore sarà la probabilità che il manager venga sostituito, tuttavia questo cambio può accompagnarsi a delle conseguenze inattese (Gamson e Scotch 1964). Il cambiamento, infatti, in quanto fenomeno destabilizzante delle pratiche di gestione consolidate non è necessariamente positivo: i componenti dell'organizzazione devono adattarsi al nuovo

leader in un contesto di incertezza, ridefinendo nel contempo il sistema di relazioni formali e informali. Frequenti cambiamenti del CEO possono quindi portare a conseguenze dis-funzionali: aumento dell'inefficienza e ulteriori cali di performance. Tutto ciò accresce la pressione verso un nuovo cambiamento manageriale. L'ulteriore sostituzione produce altre conseguenze negative, e il circolo vizioso continua.

La teoria del capro espiatorio (*scapegoat approach*) afferma che cambiare il CEO ha un significato simbolico: l'amministratore rappresenta la figura che deve essere sacrificata per "placare l'ira" degli azionisti causata dall'ottenimento di performance negative. Secondo questo approccio, la sostituzione, proprio per il suo valore strettamente rituale, non ha alcun legame diretto con l'andamento aziendale (Brown 1982), che probabilmente, per un semplice effetto congiunturale, tornerà a migliorare dopo il periodo negativo. Questa teoria assume che il CEO non sia in una posizione tale da poter condizionare l'andamento dell'azienda. Ad alimentare questa difficoltà contribuiscono una serie di inerzie organizzative che sono il risultato di scelte di precedenti manager e che hanno una portata tale da impedire ad un singolo di cambiare lo status quo. In questo senso la teoria del capro espiatorio coglie un aspetto importante del processo di sostituzione del CEO, per cui il cambiamento di una sola persona potrebbe non essere in grado di generare quel livello di discontinuità con la gestione e la strategia precedenti necessario ad una ripresa delle performance. Al contrario questo momento di *rottura* può verificarsi quando a cambiare sia l'intera squadra manageriale.

La nostra analisi si confronta con queste teorie che colgono le dinamiche del processo di cambiamento del CEO, identificando da un lato le caratteristiche del manager che appaiono significative nel contesto economico delle imprese quotate del Nordest e dall'altro il ruolo della performance precedente al cambiamento come variabile mediatrice relativamente all'efficacia del nuovo amministratore.

La provenienza del CEO

Il processo di managerializzazione delle imprese familiari segue percorsi differenti: da modalità *prudenziali*, attraverso l'avvicendamento nel ruolo di leader di un componente della compagine proprietaria o la cooptazione al vertice dell'*alter ego* dell'imprenditore cresciuto nel mercato del lavoro interno; ad approcci orientati alla ricerca di nuovi manager sul mercato esterno del lavoro. Una ricerca condotta tra le imprese piccole e medie del Nordest, ad esempio, ha dimostrato che il momento di *discontinuità*

nell'attivazione del mercato esterno del lavoro si ha in concomitanza del terzo passaggio generazionale (perché si riduce la *familiness*) ed è più frequente nei settori a maggior tasso di innovazione e di apertura alla concorrenza internazionale (perché aumenta la *disciplina* imposta dal mercato) (Gubitta *et alii* 2006).

Alcuni studi hanno indagato la relazione tra la provenienza del nuovo CEO (insider o outsider) e la performance dell'impresa. La tesi sottostante, verificata in alcuni lavori empirici (Lauterbach *et alii* 1999; Shen e Cannella 2002; Karaevli 2007) e che può essere ricondotta all'approccio *common sense*, è che un outsider possa rappresentare lo stimolo adeguato per il cambiamento organizzativo.

Adottando la prospettiva della teoria dell'agenzia, alcuni autori (Zajac 1990; Agrawal *et alii* 2006) sostengono che la proprietà preferirebbe successori insider al fine di minimizzare l'incertezza della scelta legata a problemi di asimmetria informativa.

Tuttavia, nella selezione tra insider ed outsider non pesano solamente valutazioni economiche (Allen e Panian 1982; Boeker e Goodstein 1993), ma anche aspetti relativi al ruolo della proprietà e della famiglia nella governance dell'impresa. Sono questi ad esempio i casi di Marchionne "chiamato" in Fiat dalle banche con quote azionarie o di Beraldo voluto in Gruppo Coin dal fondo di private equity che ha rilevato il controllo nel 2005.

Altri studi condotti a livello italiano (Brunello *et alii* 2003) mostrano come la probabilità di un cambio del CEO in seguito a performance negative si riduca nel caso in cui il CEO abbia quote di proprietà o sia un membro della famiglia controllante, e ciò conferma la *pervasività* della *familiness*. A rafforzare l'ipotesi che le relazioni personali svolgano un ruolo importante nel determinare l'eventualità e le caratteristiche del processo di sostituzione dell'amministratore delegato contribuiscono anche i risultati di uno studio condotto su un panel di banche italiane (Battistin *et alii* 2007): gli autori verificano come l'essere inseriti in un network relazionale che coinvolge stakeholder interni ed esterni riduca per il CEO la probabilità di essere sostituito e aumenti la sua capacità di ottenere migliori performance.

Infine Shen e Cannella (2002) suggeriscono che è semplicistico ridurre la natura del processo di successione a due sole tipologie: nel caso in cui venga scelto un insider, infatti, la sostituzione può avvenire in modo fisiologico oppure può essere l'effetto di un conflitto interno tra coalizioni di potere. Questa puntualizzazione appare interessante nel

caso delle imprese analizzate nel nostro campione dal momento che un manager insider non necessariamente è un componente della famiglia controllante. Di conseguenza, si possono verificare processi “soft” di managerializzazione che prevedono una sostituzione per linee aziendali interne ma all’esterno del nucleo familiare.

L’esperienza del CEO

Un secondo aspetto relativo alle caratteristiche del CEO che appare rilevante in questo studio riguarda il livello e il tipo di esperienza del manager.

Innanzitutto, il profilo anagrafico appare rilevante se inteso come elemento di similarità con gli altri componenti del consiglio di amministrazione e quindi di possibilità per il manager di inserirsi con maggiore facilità all’interno del nuovo contesto organizzativo (Davidson *et alii* 2006). In secondo luogo, Higgins e Gulati (2006) sostengono che l’esperienza dei top manager avrebbe un effetto “reputazione” che aumenta la fiducia degli investitori, soprattutto nel caso di imprese recentemente quotate. Infine, con riferimento al contesto nel quale è stato condotto il nostro studio, appare ragionevole attendersi che la famiglia controllante adotti, nelle prime fasi del processo di managerializzazione, un orientamento conservatore e a basso profilo di rischio scegliendo prevalentemente dirigenti la cui esperienza e professionalità sono riconosciute dal mercato. Da notare inoltre che il mercato del lavoro manageriale italiano appare prevalentemente orientato al riconoscimento della seniority (Brunetti e Mion 2007): in base ad un recente articolo del Sole 24 Ore¹ l’età media dei 569 consiglieri di amministrazione delle 40 società S&P/Mib è di 59 anni e mezzo.

Un ulteriore aspetto relativo all’esperienza del manager riguarda le imprese e i settori nei quali egli ha operato. Nel caso in cui l’azienda decida di aprirsi a manager esterni, la scelta del Consiglio di Amministrazione può essere comunque orientata a mantenere una certa continuità focalizzandosi su dirigenti con competenze maturate all’interno del settore. Ma come verificano Bailey e Helfat (2003) sono spesso i CEO con esperienze apparentemente incorrelate con il business aziendale coloro in grado di produrre un miglioramento più consistente nelle performance dell’impresa. È noto il caso dell’IBM, azienda nella quale le carriere interne erano diventate un “credo assoluto” e dove il turnaround è stato condotto da Lou Gerstner (2002) proveniente da RJR Nabisco e American Express.

Pur essendo vero che contributi consolidati in letteratura hanno dimostrato che all'aumentare dell'età anagrafica diminuisce l'attitudine del manager al cambiamento (Musteen *et alii* 2006), sembra quindi che l'età (intesa come proxy dell'esperienza) assuma una diversa connotazione.

Il ruolo del contesto

Particolarmente rilevanti nella valutazione dell'efficacia del processo di cambiamento dei vertici sono alcune variabili di contesto: la dimensione e il settore aziendale.

Relativamente alla dimensione, Puffer e Weintrop (1991) suggeriscono che nelle imprese maggiori la sostituzione del CEO abbia effetti meno destabilizzanti sulla struttura organizzativa, dato il suo grado di formalizzazione e decentramento. Proprio per questo motivo vi sarebbe una maggiore probabilità di cambiamento in imprese di grandi dimensioni. Relativamente a questo aspetto, la dimensione gioca un ruolo ambiguo nell'influenzare l'efficacia delle azioni del CEO. Se infatti nelle grandi aziende resistenze e inerzie strutturali limitano le conseguenze delle decisioni del top manager, questo non significa che nelle piccole e medie imprese la loro efficacia aumenti. I motivi si possono in questo caso ricondurre al controllo stringente della proprietà che condiziona le scelte del CEO e la loro implementazione.

Lubatkin *et alii* (1989) sostengono che la dimensione dell'impresa influenzi anche la scelta del nuovo CEO: le organizzazioni maggiori tenderebbero a sostituire il manager uscente con un insider, date le dimensioni del loro mercato interno del lavoro, e data la consapevolezza che questo cambiamento, coerentemente con quanto affermato dallo *scapegoat approach*, avrebbe solamente effetti marginali sul miglioramento della performance.

Come si è già detto, accanto alla dimensione aziendale una seconda variabile contingente è il contesto competitivo nel quale opera l'impresa. Datta e Rajagopalan (1998), analizzando l'esistenza di una relazione tra struttura del settore e caratteristiche del nuovo CEO, ottengono alcuni interessanti risultati: nelle imprese che operano in mercati in forte crescita la scelta del successore ricade su manager giovani e con poca esperienza, nelle imprese di maggiori dimensioni vengono preferiti manager più anziani e con una tenure maggiore, ed infine il grado di coerenza delle competenze del CEO con le conoscenze specialistiche del settore non è predittore dell'ottenimento di una

¹ "In CdA l'anagrafe non conta" di Cheo Condina (25 agosto 2007)

performance superiore in seguito al cambiamento. Questa ricerca afferma, in sintesi, che il valore delle caratteristiche del CEO deve essere letto alla luce delle peculiarità aziendali piuttosto che di quelle del comparto nel quale l'impresa opera. In questo senso suggerisce un'ipotesi di lettura trasversale, e non settoriale, del mercato del lavoro manageriale, per cui le competenze rilevanti dei dirigenti non sarebbero quelle specialistiche industry-specific ma quelle trasversali di controllo e coordinamento di risorse.

La performance precedente al cambiamento come variabile moderatrice

L'evidenza che andamento dell'impresa precedente al cambiamento del CEO e livello di performance seguente siano correlati emerge dalla maggior parte degli studi richiamati sinora. Generalmente gli autori hanno considerato l'esistenza di una relazione diretta tra queste due variabili, includendo la performance passata tra i predittori di quella futura. I risultati di queste ricerche mostrano come il legame sia in realtà più complesso. Ad esempio Denis e Denis (1995) verificano che nel caso in cui la sostituzione del CEO avvenga per effetto di un decremento della redditività, il ROA successivo avrà un tasso di aumento sensibilmente maggiore rispetto al caso in cui il nuovo CEO sia subentrato in una situazione di sostanziale stabilità dell'impresa. In altre parole, in caso di crisi l'amministratore è in grado di incidere in modo più rilevante sulla performance.

Diversamente da questi studi ed analogamente a quanto fatto da Boeker (1997), in questo lavoro la performance precedente al cambiamento verrà considerata come un moderatore della relazione tra caratteristiche del CEO entrante e performance successiva.

Questo tipo di effetto sul processo di sostituzione è stato verificato da alcuni autori relativamente alla possibilità che, in seguito a determinati andamenti della performance, aumenti la probabilità che avvenga una sostituzione per linee interne od esterne. Ad esempio, Furtado e Karan (1994) mostrano come performance negative spieghino l'orientamento verso un CEO outsider. Questa relazione non è verificata per quanto riguarda le performance di borsa, che appaiono incorrelate rispetto alla natura e agli esiti del cambiamento. Dalton e Kesner (1985) verificano l'esistenza di una relazione più complessa: se, come atteso, le imprese con performance migliori selezionano il nuovo amministratore al loro interno per dare continuità alla gestione, un comportamento

analogo riguarda le aziende con performance inferiori alla media del campione. La motivazione data dagli autori è legata da un lato alla difficoltà, per questo secondo gruppo di imprese, di attrarre manager esterni, dall'altro alle resistenze del consiglio di amministrazione verso un cambiamento che potrebbe alterare gli equilibri di potere in azienda. Un'ulteriore chiave di lettura è relativa alle distorsioni cognitive legate alla storia e alla cultura dell'impresa: l'ottenimento di successi ancora gli attori organizzativi su modelli decisionali e comportamentali che limitano la loro capacità di leggere i segnali di crisi e quindi di operare un reale cambiamento.

La metodologia di ricerca

Composizione del campione e raccolta dei dati²

Il gruppo di aziende oggetto d'indagine è l'universo delle aziende quotate nelle Borsa italiana con sede nel Nordest. L'analisi è stata condotta nei mesi di settembre e ottobre 2007, momento nel quale le aziende quotate erano 32. Di esse si sono ricostruiti tutti gli eventi di sostituzione dell'amministratore delegato avvenuti tra il 1994 e il 2007. Questo gruppo di aziende si distingue dai tratti comuni delle imprese che operano nello stesso territorio: la loro selezione è stata motivata proprio dal fatto che esse stanno anticipando processi di sviluppo manageriale e formalizzazione della governance che nella maggior parte del Nordest sono ancora allo stato embrionale.

La ricerca ha fatto uso di diverse fonti informative:

- i dati di bilancio sono stati ricavati dalle pubblicazioni annuali e semestrali, mentre per le informazioni precedenti al 2002 sono state utilizzate le banche dati AIDA³ e Telemaco⁴;
- le informazioni di gestione, quelle relative al processo di cambiamento del CEO e quelle inerenti la carriera del manager sono state estrapolate dai comunicati stampa aziendali e da articoli di quotidiani e riviste specializzate;
- le informazioni finanziarie sono state ricavate dal database DataStream⁵.

² Per la raccolta e la sistemazione dei dati si ringrazia la dott.ssa Silvia Bizzo

³ <http://www.bvdep.com/en/AIDA.html>

⁴ Telemaco permette di accedere al patrimonio informativo delle Camere di Commercio Italiane e ai Registri Europei delle imprese

⁵ <http://www.datastream.com>

Il fatturato medio delle imprese analizzate è di oltre 672 milioni di euro: il 28% fattura meno di 100 milioni, il 38% tra 100 e 500 milioni, il 9% tra 500 milioni e un miliardo e un 25% oltre un miliardo.

La maggior parte delle aziende analizzate sono nate tra gli anni '40 e '70. Le società più vecchie sono il Gruppo Generali, fondato a Trieste nel 1831, seguito dal Gruppo Marzotto (1836); mentre quella più giovane è il Banco Popolare, nato nel 2002 dalla fusione del Banco Popolare di Verona con quello di Novara.

L'età media dalla quotazione è di circa 11 anni. La maggior parte delle imprese è entrata in borsa verso la fine degli anni '90, ma non mancano eccezioni: il Gruppo Premuda è quotato dal 1918 e il Gruppo Marzotto dal 1960, mentre le Generali hanno atteso ben 165 anni prima di quotarsi.

In termini settoriale la distribuzione è equilibrata: il 25% opera nei settori del sistema moda (produzione e vendita di abbigliamento, pelletteria e occhiali) che sommato al 25% operante nel settore della meccanica conferma la distribuzione caratteristica dei distretti presenti nel territorio. Percentuali minori riguardano il settore bancario e assicurativo (16%), l'high tech (12%), la lavorazione dei materiali (9%), i servizi in senso stretto (9%) e l'alimentare (3%).

I casi di cambiamento dell'amministratore delegato avvenuti nel periodo oggetto d'indagine sono 66: il numero medio di sostituzioni è di 2,1, con un 37% di imprese che ha sperimentato un solo cambiamento. La tenure media degli amministratori è di circa 8 anni: questo dato è condizionato da alcuni casi di amministratori che sono in carica da oltre 30 anni, mentre la maggioranza dei manager (56%) ha una tenure inferiore ai 5 anni.

Relativamente alla formazione e alle esperienze, il 62% dei manager è laureato (il 65% dei quali in discipline economiche) e il 54% è diventato amministratore delegato per crescita interna. Per gli outsider, la provenienza è comunque da un'azienda appartenente allo stesso settore. Un amministratore delegato su tre aveva già avuto esperienze come CEO in un'altra azienda.

Relativamente alla sovrapposizione tra management e famiglia proprietaria, l'81% dei CEO non hanno relazioni di parentela con quest'ultima.

Da notare, come verrà specificato meglio in seguito, che non tutti i 66 casi di cambiamento saranno oggetto dell'analisi statistica, ma solamente 35. I restanti non

sono stati inclusi per diverse ragioni: l'evento è avvenuto troppo di recente (dopo il 2005) e quindi non ne possono essere analizzati gli effetti sulla performance, dati lacunosi per i turnover precedenti al 1994, casi di amministratori che sono in carica dal momento della fondazione dell'azienda.

Misure delle variabili

La performance dell'impresa conseguente al cambiamento del CEO è stata calcolata come variazione del ROA dopo due anni dalla sostituzione⁶. L'utilizzo di un indicatore economico ad integrazione di quelli finanziari è abbastanza diffuso nella letteratura (Thomsen e Pedersen 2003) dal momento che gli indicatori di Borsa hanno una volatilità tale da rendere difficile il collegamento con le caratteristiche del cambiamento. Tra gli indicatori economici è stato scelto il ROA da un lato per rendere i risultati della ricerca confrontabili con altri contributi di letteratura internazionale e dall'altro perché si è ritenuto essere l'indicatore migliore per cogliere l'efficacia dell'azione del nuovo CEO. Questa variabile può assumere valori positivi o negativi: insieme all'entità del cambiamento si è voluto infatti rilevare anche il suo segno.

Nella tabella 1 sono riportate le misure delle altre variabili.

Tabella 1 – Variabili e loro misure

Variabili	Misure e valori
Provenienza del CEO	Mercato del lavoro di provenienza (0 = outsider; 1 = insider) Familiarness (0 = non familiare; 1 = familiare)
Esperienza del CEO	Età al momento della nomina Precedenti esperienze come CEO (1 = è già stato CEO, 0 = non è mai stato CEO)
Variabili di controllo	Dimensione dell'azienda (ln fatturato) Settore dell'impresa (1 = servizi; 0 = manifatturiero)
Performance precedente al turnover (t)	$ROA_{t-1} - ROA_{t-2}$

Analisi dei dati

Per verificare la relazione tra caratteristiche del CEO entrante e performance dell'impresa è stata condotta un'analisi di regressione gerarchica considerando come variabile moderatrice la performance precedente al cambiamento. In un'analisi di

⁶ Se si considera il cambio avvenuto al tempo t, l'indicatore di performance è stato così calcolato: $ROA_{t+2} - ROA_t$

regressione gerarchica l'ordine con cui sono introdotte le variabili indipendenti ha un significato nella valutazione del loro contributo individuale e congiunto nella spiegazione della variabile dipendente. Per questo motivo prima sono state introdotte le due variabili di controllo, quindi le variabili indipendenti e infine le variabili intermedie. Tutte le variabili nella regressione moderata sono state standardizzate ((n-media del campione)/deviazione standard) per ridurre i potenziali problemi di multicollinearità.

Risultati

Le medie, le deviazioni standard e gli indici di correlazione tra le variabili sono riportati in Tabella 2. L'assenza di correlazioni elevate tra variabili conferma la mancanza di un rischio di multicollinearità.

I risultati dei tre modelli di regressione sono riportati in Tabella 3. Il Modello 1 riporta i coefficienti solamente per le variabili di controllo, nel Modello 2 sono state aggiunte le variabili indipendenti e infine il modello 3 comprende anche le variabili intermedie. I valori di R^2 sono riportati in tabella.

In termini generali possiamo affermare che le variabili scelte mostrano una debole capacità di spiegare il cambiamento del ROA per effetto della sostituzione del CEO.

Tabella 2 - Descrittive e indici di correlazione delle variabili (N=35)

	media	dev. st.	1	2	3	4	5	6	7	8
1 Performance	-,76	15,70		-,13	-,09	,15	-,02	-,07	,05	-,33*
2 Insider ⁺	,40	,49			,33*	-,14	-,22	-,20	-,18	,28
3 Familiare ⁺	,14	,35				-,23	-,12	-,07	-,10	,19
4 Et� CEO	45,40	8,39					,35*	,05	,39*	,07
5 Incarichi come CEO ⁺	,34	,48						,03	-,23	-,09
6 Dimensione	12,54	1,93							,01	,14
7 Settore ⁺	,31	,47								-,01
8 ROA pre-cambio	-2,09	10,16								

* $p < 0.05$; ⁺ le variabili sono dummy

Il modello 1, che contiene solamente le variabili di controllo, non appare significativo. Nel modello 2, l'unica variabile in grado di predire in modo significativo la variazione della performance   l'andamento del ROA precedente al cambio del CEO. In particolare, dal momento che il coefficiente   negativo, appare confermata l'ipotesi che la sostituzione del CEO avvenga prevalentemente in periodi di crisi dell'azienda.

Nessuna delle variabili relative alle caratteristiche dell'amministratore entrante appare significativa. Questo risultato apparentemente in linea con la teoria del capro espiatorio si offre ad ulteriori livello di lettura: da un lato conferma l'idea che non è solo l'amministratore delegato con le sue caratteristiche a determinare l'andamento delle performance ma queste devono essere lette all'interno del contesto organizzativo, che comprende tutta la squadra manageriale. Inoltre suggerisce che alcuni processi di cambiamento richiedono un arco temporale consistente (anche superiore ai due anni) per realizzare i loro obiettivi. Infine, la non significatività delle sole caratteristiche individuali può essere letta come un sintomo fisiologico delle difficoltà che si riscontrano nella progressiva riduzione dell'area della sovrapposizione istituzionale e quindi della *familiness*, che a volte si mantiene visibile negli organi di governance.

Tabella 3 – Analisi di regressione gerarchica (N=35) sulla performance post cambio del CEO

	Modello 1	Modello 2	Modello 3
Dimensione	-,071	-,041	-,005
Settore	,058	-,114	-,299
ROA pre-cambio		-,352*	,317
Età CEO		,290	,388
Incarichi come CEO		-,193	-,279
Insider		-,077	-,146
Familiare		,035	-,062
Età CEO x ROA pre-cambio			,128
Incarichi come CEO x ROA pre-cambio			-,529
Insider x ROA pre-cambio			,125*
Familiare x ROA pre-cambio			-,348
<i>R</i> ²	,008	,171	,294

*p<0,1. Sono riportati i valori dei coefficienti standardizzati.

Infine, nel modello 3 appare confermato il ruolo della performance come variabile moderatrice per comprendere gli effetti del processo di sostituzione: in particolare i suoi effetti si verificano sulle due variabili relative alla provenienza del CEO, i coefficienti migliorano la loro significatività e (nel caso della variabile relativa al CEO outsider) si invertono di segno. Questo significa che mentre gli effetti dell'esperienza del manager sono indifferenti rispetto alla ragione del cambiamento, la provenienza del CEO ha al contrario conseguenze differenziate a seconda della situazione in cui si trova l'azienda. Nel caso in cui la sostituzione avvenga in un momento di crisi, la scelta di un outsider produce performance superiori. Al contrario se la sostituzione avviene in un momento di buona salute dell'impresa i risultati saranno migliori se verrà scelto un insider. Da

notare come, in quest'ultimo caso, la successione per linee interne non premi necessariamente un familiare ma anzi risulti più performante un manager interno non scelto tra i componenti della famiglia.

Commento e conclusioni

Obiettivo di questa ricerca era comprendere se le caratteristiche del CEO che viene scelto in un processo di sostituzione del leader del top management team siano predittive della sua capacità di ottenere un miglioramento della performance. L'analisi empirica è stata condotta sull'universo delle imprese quotate del Nordest considerando 35 episodi di cambiamento accaduti tra il 1994 e il 2007. Le variabili considerate nell'analisi sono state scelte in base alla loro significatività in un contesto che sta sperimentando processi di riduzione della *familiness*, restringimento dell'area dell'*institutional overlap*, e progressiva disponibilità a sottostare alla *disciplina* del mercato finanziario. Infine, considerando che l'efficacia del manager, a parità di caratteristiche personali e professionali, potrebbe essere condizionata dal fatto di essere inserito in un contesto organizzativo sano e performante oppure in una situazione di crisi, si è considerata come variabile moderatrice l'andamento del ROA nei due anni precedenti il cambiamento del CEO.

I risultati dell'analisi mostrano interessanti indicazioni relativamente alle dinamiche dei processi di managerializzazione in questo tipo di imprese, e in particolare in quelle del Nordest.

Una prima risposta alle nostre domande di ricerca riguarda l'efficacia dello strumento della sostituzione del CEO per ottenere un cambiamento delle performance. Contrariamente a quanto sostenuto dallo *scapegoat approach*, i risultati confermano che la scelta di un amministratore con un determinato profilo personale e professionale non è indifferente rispetto ai risultati che egli può ottenere. In particolare, e qui il contributo del nostro studio appare più rilevante sia in termini teorici sia relativamente alle implicazioni manageriali, la provenienza del CEO "conta". In questo senso, il ruolo giocato dal contesto nel quale avviene il processo di cambiamento appare determinante nel delineare due percorsi di sostituzione dell'amministratore delegato.

In un primo caso, il CEO viene sostituito non a causa della pressione di performance negative ma per altre ragioni strategiche o gestionali. In questa situazione le imprese

compiono una scelta di continuità volta a non turbare gli equilibri del sistema di governance raggiunti fino a quel momento: la scelta del CEO può quindi ricadere su un familiare oppure su un insider non appartenente alla famiglia. La successione all'interno della famiglia sembra però avere effetti di turbamento della performance piuttosto che generativi: sembrerebbero cioè prodursi, a livello di top management, i problemi tipici della successione generazionale. Infatti, l'effetto sul ROA di questo tipo di scelta è negativo. Questo risultato potrebbe trovare un'ulteriore spiegazione in un'applicazione estesa del modello della "circolazione del potere" (Ocasio 1999), secondo cui quanto più un manager rimane in carica (nel caso da noi studiato si tratterebbe di una continuazione da parte dei familiari dell'opera del predecessore) tanto più si attiva un processo di obsolescenza e inerzia decisionale che ha effetti negativi sui risultati organizzativi. Al contrario, nel caso in cui la scelta del CEO avvenga all'interno dell'impresa ma non tra i componenti della famiglia le conseguenze sulla performance sono positive. In questo caso, quindi, il processo di managerializzazione, per quanto avvenga in una versione a basso impatto sulla struttura dell'impresa, produce gli effetti attesi. In base ai nostri dati, questi percorsi coinvolgono manager che operano da lungo tempo in impresa, che hanno quindi consolidato la loro posizione e reputazione all'interno della squadra manageriale e nei confronti della proprietà (Ocasio 1999), e si verificano con maggiore frequenza in aziende quotate da molti anni.

Il secondo percorso di sostituzione nasce dalla necessità di "dare una scossa" all'impresa che si trova a fronteggiare una performance calante. Questa situazione spinge il consiglio di amministrazione ad adottare una strategia di "rottura" chiamando dall'esterno dell'impresa manager giovani anche se con minore esperienza in altri consigli di amministrazione: in questo caso, l'effetto sulla performance è immediato e positivo. Tuttavia, come l'eccessiva stabilità del manager può condurre a conseguenze negative sulla performance, anche l'abuso dello strumento del cambiamento per linee esterne potrebbe minacciare il buon funzionamento aziendale. Anche nel nostro campione infatti si verifica che la frequenza dei cambiamenti porta l'azienda a ottenere un livello di ROA inferiore a quello medio delle imprese quotate del suo settore.

Mentre l'origine del manager ha quindi una relazione, moderata dalla performance passata, con la sua capacità di ottenere un miglioramento del ROA, così non sembra per le variabili relative alla sua esperienza. I risultati della regressione mostrano come il tipo

di esperienza non cambi in maniera significativa nei due percorsi di sostituzione delineati e come al contrario vi sia una relazione diretta tra l'età del CEO e la sua capacità di ottenere performance migliori. Il contesto competitivo nel quale si confrontano le imprese analizzate premia la seniority dei manager: il valore apportato, probabilmente, riguarda non solo la capacità di leggere i segnali del mercato ma anche la reputazione e l'insieme di relazioni che rappresentano un canale privilegiato di accesso ad altre risorse manageriali, al mercato dei capitali, a quello dei prodotti, alle imprese della filiera produttiva in cui è inserita. Questa interpretazione, che sarà oggetto di ulteriori sviluppi della ricerca, è in linea con alcuni risultati di studi condotti su gruppi di imprese italiane.

Infine, relativamente alle variabili di controllo, la dimensione dell'impresa e il settore in cui essa opera non risultano significativamente correlate con l'efficacia del CEO nel migliorare la performance in seguito a cambiamento. Una relazione si verifica solo relativamente all'età dell'amministratore entrante in imprese del settore dei servizi: anche in questo caso, riteniamo che il network relazionale del manager (approssimato dalla sua età) venga percepito come un valore in sé, quasi in maniera indipendente dal fatto che l'amministratore sia in grado di modificare in breve tempo le sorti dell'impresa.

Questo studio ha una serie di limitazioni relative soprattutto all'esiguità del numero di eventi di cambiamento studiati: l'ampliamento della numerosità potrà essere effettuato considerando altre imprese quotate che stanno affrontando analoghi problemi di *familiness*, *institutional overlap* e apertura al mercato dei capitali. Inoltre, l'analisi dei risultati dei modelli di regressione suggerisce l'esistenza di altre variabili indipendenti (ad esempio il titolo di studio del CEO, la sua tenure prima del cambiamento, la sua di carriera) o intermedie (ad esempio l'età dell'impresa, il numero di anni dalla quotazione) in grado di spiegare un cambiamento delle performance in seguito alla sostituzione del CEO.

Riferimenti bibliografici

- AGRAWAL A., KNOEBER C., TSOULOUHAS F., 2006, *Are Outsiders Handicapped in CEO Successions?*, Journal of Corporate Finance, 12 (3), 619-644
- ALLEN M., PANIAN S., 1982, *Power, Performance, and Succession in the Large Corporation*, Administrative Science Quarterly, 27 (4), 538-547
- BAILEY E., HELFAT C., 2003, *External Management Succession, Human Capital, and Firm Performance: An Integrative Analysis*, Managerial and Decision Economics, 24, 347-369
- BAROCCI E., BIANCHI C., FREUDIANI M., 2006, *CEO turnover in the Italian financial market*, Giornale degli economisti e annali di economia, 65 (2), 127 – 154
- BATTISTIN E., GRAZIANO C., PARIGI B., 2007, *Connections or performance: what determines turnover of Italian bankers?*, Working Paper, ASSET Conference, Padova
- BIANCHI M, BIANCO M., GIACOMELLI S., PACCES A., TRENTO S., 2005, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Il Mulino, Bologna
- BOEKER W., 1997, *Strategic Change: The Influence of Managerial Characteristics and Organizational Growth*, The Academy of Management Journal, 40 (1), 152-170
- BOEKER W., GOODSTEIN J., 1993, *Performance and Successor Choice: The Moderating Effects of Governance and Ownership*, The Academy of Management Journal, 36 (1), 172-186
- BROWN M.C., 1982, *Administrative Succession and Organizational Performance: The Succession Effect*, Administrative Science Quarterly, 27 (1), 1-16
- BRUNELLO G., GRAZIANO C., PARIGI B., 2003, *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, Journal of banking and finance, 27 (6), 1027-1051
- BRUNETTI G., MION G., 2007, *Manager oggi*, Università Bocconi Editore, Milano
- CERTO S., LESTER R., DALTON C., DALTON D., 2006, *Top Management Teams, Strategy and Financial Performance: A Meta-Analytic Examination*, Journal of Management Studies, 43 (4), 813 – 839
- COMPAGNO C., PITTINO D., VISINTIN F., 2005, *Corporate governance and advanced forms of internationalisation in Italian SMEs*, International Journal of Globalisation and Small Business, 1 (2), 168-182
- CORBETTA G. (a cura di), 2005, *Capaci di crescere. L'impresa italiana e la sfida della dimensione*, Egea, Milano
- DALTON D., KESNER I., 1985, *Organizational Performance as an Antecedent of Inside/Outside Chief Executive Succession*, The Academy of Management Journal, 28 (4), 749-762
- DATTA D., RAJAGOPALAN N., 1998, *Industry structure and CEO characteristics: an empirical study of succession events*, Strategic Management Journal, 19, 833-852
- DAVIDSON W., NEMEC C., WORRELL D., 2006, *Determinants of CEO Age at Succession*, Journal of Management and Governance, 10, 35-57
- DENIS D.J., DENIS D.K., 1995, *Performance Changes Following Top Management Dismissals*, The Journal of Finance, 50 (4), 1029-1057
- FARRELL K., WHIDBEE D., 2003, *Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions*, Journal of Accounting and Economics, 36, 165-196
- FURTADO E., KARAN V., 1994, *Internal/external top management succession and firm performance*, Journal of Financial and Strategic Decisions, 7 (1)
- GAMSON W.A., SCOTCH N., 1964, *Scapegoating in baseball*, American Journal of Sociology, 70 (1), 69-72
- GERSTNER L., 2002, *Who Says Elephants Can't Dance?*, HarperCollins, New York

- GIAMBATISTA R., ROWE G., RIAZ S., 2005, *Nothing succeeds like succession: A critical review of leader succession literature since 1994*, *The Leadership Quarterly*, 16, 963–991
- GRUSKY O., 1960, *Administrative succession in formal organizations*, *Social Forces*, 39, 105–115
- GRUSKY O., 1963, *Managerial succession and organizational effectiveness*, *American Journal of Sociology*, 62, 21–31
- GUBITTA P. *ET ALII*, 2006, *Imprese Capaci. Strategie e Innovazione per la Continuità d'Impresa*, Rapporto di Ricerca
- HINGINS M., GULATI R., 2006, *Stacking the deck: the effects of top management backgrounds on investor decision*, *Strategic Management Journal*, 27, 1–25
- HUSE M., 2007, *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*, Cambridge University Press, UK
- CHRISMAN J., CHUA J., STEIER L., 2005, *Sources and Consequences of Distinctive Familiness: An Introduction*, *Entrepreneurship Theory and Practice* 29 (3), 237–247
- KARAEVLI A., 2007, *Performance consequences of new CEO Outsiderness: Moderating effects of pre- and post-succession contexts*, *Strategic Management Journal*, 28 (7), 681 – 706
- LAUSTEN M., 2002, *CEO turnover, firm performance and corporate governance: empirical evidence on Danish firms*, *International Journal of Industrial Organization*, 20, 391–414
- LAUTERBACH B., VU J., WEISBERG J., 1999, *Internal vs. External Successions and Their Effect on Firm Performance*, *Human Relations*, 52 (12), 1485–1504
- LUBATKIN M., CHUNG K., ROGERS R., OWERS J., 1989, *Stockholder Reactions to CEO Changes in Large Corporations*, *The Academy of Management Journal*, 32 (1), 47–68
- MUSTEEN M., BARKER V., BAETEN V., 2006, *CEO attributes associated with attitude toward change: The direct and moderating effects of CEO tenure*, *Journal of Business Research*, 59, 604–612
- OCASIO W., 1999, *Institutionalized action and corporate governance: The reliance on rules of CEO succession*, *Administrative Science Quarterly*, 44, 384–416
- PITTINO D., GUBITTA P., 2007, *Is board composition a correct predictor of firm performance in family SMEs? A test of resource dependence and resource based theory*, Working Paper, Euram, 16–19 May, Paris
- PUFFER S., WEINTROP J., 1991, *Corporate performance and CEO turnover: the role of performance expectations*, *Administrative Science Quarterly*, 36, 1–19
- SHEN W., CANNELLA A., 2002, *Revisiting The Performance Consequences of CEO Succession*, *Academy of Management Journal*, 45 (4), 717–733
- THOMSEN S., PEDERSEN T., 2003, *Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity*, *Journal of Management and Governance*, 7, 27–55
- ZAJAC E.J., 1990, *CEO selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis*, *Strategic Management Journal*, 11 (3), 217–230