

Redditività aziendale e partecipazione all'assemblea annuale degli azionisti nelle società italiane quotate in borsa

Prof. GIUSEPPE IANNIELLO - Dott.ssa ALESSANDRA STEFANONI

ABSTRACT: (CORPORATE PROFITABILITY AND SHAREHOLDER MEETINGS PARTICIPATION IN ITALIAN LISTED

COMPANIES). *The main research question addressed in this paper concerns the relationship between the attendance of annual shareholder meeting and the company performance in terms of profitability. In particular, it is intended to highlight some elements that can be interpreted as the attendance in the shareholder meetings itself (for example, the number of shareholders present at the shareholder meeting, the share of authorized capital attending the shareholder meeting, the duration of the shareholder meeting). Following this analysis, the attention is devoted to the relationship between corporate performance and the shareholder meetings participation (one of the possible governance mechanisms available to monitor the activity carried out by the company management). This issue has recently been proposed at the European institutional level in the Directive 2017/828/EU (Shareholders' Directive), adopted in Italy with the D. Lgs. 49/2019, which considers that the involvement of shareholders in the corporate governance of listed companies "is one of the levers that can help improve the financial and non-financial performance of companies, including as regards environmental, social and governance factors, in particular as referred to in the Principles for Responsible Investment, supported by the United Nations". We analyze the AGM convened for the adoption of the financial statements. Empirically, the study uses the minutes of the meetings of a sample of Italian listed companies held in 2017 and 2018 on the occasion of the adoption of the financial statements for the 2016 and 2017 fiscal period respectively. To analyse the relationship between corporate profitability and participation in shareholder meetings, we carry out a multivariate analysis using a linear regression model (OLS). The model alternately has ROE and ROA as dependent variables, while among the independent variables, we selected some characteristics that can be interpreted as the attendance in the shareholder meetings itself. The main results show a positive relationship between the share of authorized capital attending the annual shareholder meetings and the level of corporate profitability of Italian listed companies.*

KEYWORDS: *Shareholder Meeting; corporate profitability; shareholder democracy.*

DOI: 10.17408/RIREAGLAS050607082022 - **ISSN:** 1593-9154

Ricevuto il: 15/07/2021 - **Accettato il:** 10/06/2022

Introduzione

La principale domanda di ricerca affrontata nella presente indagine riguarda la relazione tra grado di partecipazione all'assemblea annuale degli azionisti e la performance aziendale intesa sotto il profilo della redditività. In via preliminare a tale questione, si pone quella relativa alla cosiddetta "democrazia degli azionisti" e al possibile ruolo che i detentori del capitale di rischio possono svolgere nell'ambito delle decisioni aziendali da cui conseguono anche le performance economiche. Uno studio realizzato dalla società di consulenza belga DEMINOR, per conto dell'*Association of British Insurers*, evidenzia le debolezze della partecipazione democratica degli azionisti nella governance di grandi società quotate europee, mediante diverse forme di allontanamento dal principio "un voto una azione" (THE ECONOMIST, 2005, p. 60). Nell'ambito di tale dibattito, l'Unione Europea ha emanato la Direttiva 2007/36/EC attuata in Italia con il D. Lgs. 27/2010 tendente a favorire la partecipazione

degli azionisti al voto in assemblea di aziende quotate. Tuttavia, l'idea che sia necessario il principio democratico “un voto una azione” non è unanimemente condiviso e a livello internazionale si osservano significativi fenomeni di gestione “non democratica” di grandi aziende, dovuti a limitazioni nei diritti di voto, all'esistenza di un gruppo di azionisti di controllo giuridico o di fatto, al comportamento passivo di rinuncia al voto da parte di alcuni fondi di investimento (THE ECONOMIST, 2017, p. 4). In aggiunta, è opportuno osservare che il principio attualmente definito democratico (un voto una azione) è stato storicamente definito come svolta verso un principio “plutocratico” nel XIX secolo in sostituzione dell'autentico principio democratico riassumibile nell'espressione “un socio un voto” (cfr. DUNLAVY, 2006). In sostanza, nel linguaggio moderno si dà per scontato che il sistema plutocratico sia democratico. La logica di tale sistema consiste nel legare il “capitale di rischio” (*cash flow rights*) apportato al “potere decisionale” (*voting rights*). Implicito in tale approccio è che i soggetti su cui ricade maggior rischio siano incentivati ad assumere decisioni efficaci ed efficienti in termini economici, temperando, nel contesto attuale, esigenze e vincoli di ordine sociale e ambientale. Da ciò consegue che la logica di attribuire maggior potere a chi investe di più in termini di capitale: il principio “un'azione un voto”.

La realtà aziendale ci presenta, soprattutto nei casi di crisi aziendali ovvero quando si manifesta negativamente il rischio aziendale, situazioni in cui gli effetti economici negativi ricadono su altri *stakeholders* (ad esempio, dipendenti, fornitori, pubblica amministrazione) (CATTURI 2019). Sebbene non dimostrabile mediante evidenze conclusive, non vi è alcuna garanzia che chi rischia di più assuma decisioni più adeguate per la sopravvivenza aziendale nel rispetto dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale. In aggiunta, la legislazione, sia in Italia che in altri contesti istituzionali prevede meccanismi tramite cui è permesso avere più potere decisionale rispetto al capitale investito, un allontanamento dal moderno principio democratico “un'azione un voto”. Si intende così incentivare un gruppo di azionisti di controllo favorendone la permanenza nel tempo nel governo aziendale. In tal modo, un gruppo di azionisti stabilmente interessati alla gestione aziendale potrebbe essere di ausilio nell'attenuare il problema derivante dalla separazione tra proprietà e controllo come storicamente individuati negli anni Trenta del secolo scorso da BARLE E MEANS (1933), in termini di possibili comportamenti opportunistici da parte del management. Nell'ambito italiano dove, in genere, il capitale non risulta frazionato tra molti azionisti, tale problema si manifesta nella contrapposizione tra azionisti di maggioranza e di quelli di minoranza.

In tale contesto, la presente indagine intende presentare un'analisi descrittiva di alcune caratteristiche inerenti alle modalità di svolgimento dell'assemblea degli azionisti nelle società quotate italiane. In particolare, si intende mettere in evidenza alcuni elementi interpretabili come grado di partecipazione all'assemblea medesima (ad esempio, il numero di azionisti presenti in assemblea, il capitale sociale rappresentato in assemblea, la durata dell'assemblea). Successivamente si porrà l'attenzione sulla relazione tra performance economica aziendale ed il grado di partecipazione all'assemblea annuale degli azionisti convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio. Tale analisi contribuisce a rispondere alla domanda circa eventuali relazioni tra risultati economici aziendali e grado di partecipazione degli azionisti, uno dei possibili meccanismi di governance disponibili per monitorare l'attività svolta dal management aziendale. Tale questione è stata di recente proposta a livello istituzionale in ambito europeo in premessa alla Direttiva 2017/828/UE (*Shareholders' Directive*, adottata in Italia con il D. Lgs. 49/2019) dove si considera che il coinvolgimento

degli azionisti nel governo societario delle società quotate “rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite”. Nella presente indagine, in particolare, intendiamo verificare se il grado di partecipazione all’assemblea dei soci è in qualche modo associato alla redditività aziendale. A tale proposito, è opportuno segnalare che il nostro scopo non è quello di dimostrare una relazione diretta causa effetto tra grado di partecipazione all’assemblea degli azionisti e redditività aziendale, ma di evidenziare, *ceteris paribus*, una possibile relazione tra quelle variabili.

Dal punto di vista empirico, l’analisi utilizza i verbali delle assemblee di un campione di società quotate che si sono tenute nel 2017 e nel 2018 in occasione dell’approvazione dei bilanci di esercizio relativi rispettivamente al periodo amministrativo 2016 e 2017.

I principali risultati evidenziano una relazione positiva tra la quota di capitale sociale presente nell’assemblea annuale degli azionisti e il livello di redditività aziendale delle società italiane quotate. Inoltre, l’indagine ha evidenziato alcune caratteristiche sulle modalità di svolgimento delle assemblee dei soci, tra cui, ad esempio, il numero di azionisti presenti in assemblea, il capitale sociale rappresentato in assemblea, la durata temporale dell’assemblea.

Il lavoro prosegue come di seguito. Il paragrafo due (§ 2) si sofferma sul contesto regolamentare italiano, sulla rassegna della letteratura e sullo sviluppo delle ipotesi. Il paragrafo tre (§ 3) illustra la metodologia di ricerca, seguita dalla discussione di risultati (§ 4) e dalle conclusioni (§ 5).

1. Il quadro di riferimento

1.1. Il contesto regolamentare italiano

L’assemblea dei soci è l’organo collegiale deliberativo delle società quotate ed è formata dai soci. In essa si forma e si esprime la volontà sociale, attuata poi dall’organo amministrativo. Il funzionamento e le competenze assembleari sono disciplinati dalle norme del Codice Civile e dal Testo Unico sulla Finanza (TUF) (artt. 125-*bis* e ss. TUF). Le norme del TUF in tema assembleare derivano per la maggior parte dal recepimento della Direttiva 2007/36/CE volta a favorire la partecipazione dei soci alla vita sociale e l’esercizio del diritto di voto, anche transfrontaliero, da parte degli azionisti di minoranza e stranieri.

Obiettivo delle disposizioni è rendere la trasparenza dell’informazione pre-assembleare quanto più effettiva possibile e semplificare il diritto di voto e di intervento in assemblea.

L’assemblea può riunirsi in sede “ordinaria o straordinaria” a seconda delle materie oggetto di decisione ed approvazione (art. 2363 C.C.). L’organo è sempre lo stesso, differiscono solo le regole a seconda della modalità, ordinaria o straordinaria, in cui è convocato.

Ogniqualvolta sia convocata un’assemblea dei soci deve essere redatto il verbale delle deliberazioni dell’assemblea. In tale atto si documentano le decisioni prese dai soci in ordine a taluni argomenti attinenti alla vita sociale. In caso di assemblea ordinaria, secondo quanto prescritto all’art. 2375 C.C., il verbale è un documento scritto che deve essere firmato dal presidente e dal segretario, quest’ultimo non è necessariamente un notaio. Il verbale deve essere redatto “nei tempi necessari per la tempestiva esecuzione degli obblighi di deposito o di pubblicazione” (art. 2375 C.C.). A tale riguardo, l’art. 125-*quater*, comma 2, TUF, riconosce il sito internet aziendale come uno strumento cruciale per veicolare l’informativa post-

assembleare. In questo senso, entro cinque giorni dalla data dell'assemblea è disponibile sul sito internet della società: “un rendiconto sintetico delle votazioni contenente il numero di azioni rappresentate in assemblea e delle azioni per le quali è stato espresso il voto, la percentuale di capitale che tali azioni rappresentano, nonché il numero di voti favorevoli”. Tuttavia, “il verbale dell'assemblea di cui all'articolo 2375 del Codice Civile è comunque reso disponibile sul sito internet entro trenta giorni dalla data dell'assemblea”.

Hanno diritto di intervenire in assemblea gli azionisti “cui spetta il diritto di voto” (art. 2370 C.C.). Inoltre, lo statuto sociale può prevedere azioni con diritto di voto limitato o senza diritto di voto. Per l'azionista a voto limitato si applica quanto disposto dall'art. 2370 C.C., ovvero egli avrà diritto di intervenire solo alle assemblee in cui gli sia riconosciuto il diritto di voto. L'assemblea ordinaria deve essere convocata, secondo l'art. 2364 C.C., almeno una volta l'anno entro il termine previsto dallo statuto e comunque non superiore a centoventi giorni, sostanzialmente almeno una volta l'anno per l'approvazione dei documenti contabili di sintesi annuali.

Per quanto riguarda l'avviso di convocazione, l'art. 125-*bis* TUF prevede, in modo inderogabile, tempi di convocazione diversi a seconda dell'argomento su cui l'assemblea è chiamata a deliberare (oltre al termine ordinario di 30 giorni, vi sono due termini abbreviati di 21 e 15 giorni, rispettivamente per le assemblee previste dagli artt. 2446, 2447 e 2487, C.C.). Il suddetto articolo stabilisce, altresì, che l'avviso di convocazione debba indicare la c.d. “*record date*” (art. 83-*sexies* TUF), ossia la data entro la quale va registrato il possesso delle azioni, al fine della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali pertanto gli eventuali successivi trasferimenti delle azioni sono da ritenersi irrilevanti ai fini della partecipazione e dell'esercizio del voto in assemblea.

Quanto alle azioni, esse rappresentano la quota di partecipazione di ciascun socio al capitale di una società. Come dispone l'art. 2350 C.C., inoltre, “ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione”. Di norma i titoli azionari hanno uguale valore nominale ed uguali diritti (artt. 2350 e 2351 C.C.). Tuttavia, lo statuto della società può prevedere diverse categorie di azioni (azioni speciali), con diritti economici ed amministrativi diversificati: azioni a voto maggiorato, che in deroga al principio “*one share-one vote*”, riconoscono al socio l'attribuzione di “un voto maggiorato, fino a un massimo di due, per ciascuna azione appartenuta a uno stesso soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi decorrenti dalla data di iscrizione” in un apposito elenco (artt. 127 *quinquies* e 127 *sexies* TUF). Tale categoria di azioni è stata introdotta dal legislatore nel 2014 (D.L. 91/2014) con l'obiettivo di promuovere e favorire la quotazione delle società italiane e consentire agli azionisti di controllo di tali società o di aziende già quotate di vendere le loro azioni, aumentando così la liquidità dei titoli e mantenendo, al tempo stesso, un ruolo e un peso di rilievo all'interno della compagine sociale.

Per quanto riguarda i diritti dei soci di minoranza, l'art. 126-*bis* TUF riconosce a tale categoria, che rappresenti almeno 1/40 del capitale sociale, di chiedere - entro determinati termini - “l'integrazione delle materie da trattare” all'ordine del giorno (fatta eccezione degli argomenti sui quali l'assemblea delibera a norma di legge).

L'art. 127-*ter* TUF stabilisce che chi ha il diritto di voto è anche legittimato a porre domande in assemblea, alle quali va data risposta nell'ambito della medesima assemblea. Negli ultimi anni, poi sono state introdotte importanti semplificazioni in tema di sollecitazione e raccolta di deleghe, a seguito delle modifiche dovute al recepimento della diret-

tiva comunitaria.

L'art. 135-*novies* TUF riconosce al socio avente diritto di voto “la facoltà di conferire delega”, anche in forma telematica, ad un unico rappresentante e per una singola assemblea, con facoltà di designare uno o più sostituti o di autorizzare il delegato a farsi sostituire da un soggetto di propria scelta. Di conseguenza, le società con azioni quotate possono ricorrere alla figura del “rappresentante designato” ai sensi dell'art. 135-*undecies* TUF. Della nomina deve essere data indicazione nell'avviso di convocazione, insieme alle informazioni relative alle modalità di conferimento della delega di voto.

Per quanto riguarda la sollecitazione di deleghe l'art. 136 e ss. TUF precisano che si tratta del procedimento con cui un soggetto (non più solo un intermediario professionale che agisce su incarico del committente come nella precedente disciplina) si rivolge a “più di duecento azionisti” (e non alla generalità degli stessi) domandando di aderire ad una specifica proposta di voto.

Complessivamente alcuni di tali aspetti regolamentari sono stati osservati e desunti dalla lettura dei verbali di assemblea delle società quotate incluse nell'analisi empirica.

1.2. *Assemblea degli azionisti e performance aziendali (sviluppo dell'ipotesi)*

Negli ultimi decenni, nel dibattito internazionale e nazionale, molti sono gli studiosi che hanno cercato di individuare e spiegare il legame tra performance aziendali e diversi singoli aspetti di *corporate governance*. I temi di ricerca più indagati hanno tentato di correlare le performance aziendali con specifici elementi riguardanti la dimensione e composizione del consiglio di amministrazione, e gli assetti proprietari. Si sono però rivelati vani gli sforzi di individuare una relazione significativa tra *corporate governance* e performance aziendale. La molteplicità di questi studi, talvolta effettuati anche prendendo in considerazione mercati finanziari molto diversi per caratteristiche nonché tipologia di società quotate, ha portato spesso a risultati addirittura diametralmente opposti. Inoltre le ricerche che si riferiscono al contesto italiano sono meno numerose rispetto a quelle focalizzate sul contesto inglese ed americano, più recenti e sostanzialmente descrittive (DEMARTINI E DEMOFONTE, 2016).

Tuttavia, nell'ambito di questi studi, c'è un filone di ricerca che ha cercato di testare l'esistenza di una relazione tra grado di concentrazione della struttura proprietaria e la performance aziendale. I risultati ottenuti non sono univoci. Alcune ricerche hanno riscontrato un effetto positivo della presenza degli azionisti di maggioranza sulla performance (SHLEIFER E VISHNY, 1986), mentre altri hanno sottolineato relazioni non chiare tra struttura proprietaria e performance aziendale (BIANCO E CASAVOLA, 1999).

Altre ricerche, invece, hanno focalizzato l'attenzione sul legame tra presenza di familiari negli organi di comando e performance aziendali. La maggior parte degli studi analizzati, infatti, rilevano un legame significativo tra presenza dei familiari nel CdA e performance (ANDERSON E REEB, 2003; MISHRA et al., 2001; BEN-AMAR E ANDRÉ, 2006; BARONTINI E CAPRIO, 2006), qualora la gestione venga affidata ad un *manager* professionista; il mercato, infatti, sembra apprezzare il ruolo di monitoraggio svolto dai familiari sull'operato del *management*. Altri, invece, evidenziano un legame incerto (MORRESI, 2009) o non significativo (MORCK et al., 2000) o addirittura un legame negativo (VOLPIN, 2002).

Altri studi hanno indagato sulla relazione tra dimensione del CdA e performance aziendali. In particolare, alcune evidenze suggeriscono che CdA di dimensione più ridotta possano produrre performance aziendali migliori di CdA di più vaste dimensioni (DE ANDREAS

E AZOFRA-PALENZUELA, 2005; NGUYEN E FAFF, 2007), quest'ultimi sembrano tuttavia produrre performance più stabili e meno variabili (CHENG, 2008); mentre talune ricerche, analizzando la composizione del CdA, mostrano che un'adeguata presenza di amministratori indipendenti nel CdA incrementa la redditività di una società quotata (KLEIN, 1998; PERRY E SHIVDASANI, 2005; MAZZOTTA, 2007), talune altre arrivano a conclusioni opposte (BOONE et al., 2007; ZHANG E WANG, 2013; CIAMPAGLIA, 2009).

Alcuni contributi hanno invece considerato il contenuto informativo dell'assemblea degli azionisti come uno degli elementi caratterizzanti la *corporate governance* aziendale (DI TORO, 2010). Diversi aspetti dell'assemblea annuale degli azionisti sono stati analizzati soprattutto nel contesto statunitense. Alcune ricerche, sulla base di parametri di mercato, hanno valutato l'impatto del voto in assemblea sulla nomina di amministratori e i relativi compensi (per esempio, YERMACK, 2010). Altri studi hanno analizzato l'assemblea degli azionisti come potenziale fonte di cambiamenti di *governance* attraverso i voti degli azionisti (CUNAT et al., 2012; ERTIMUR et al., 2015; BROCHET et al., 2020), alcuni, invece, hanno esaminato le assemblee tenute in forma virtuale come strumento per poter sollecitare la partecipazione degli azionisti (SCHWARTZ-ZIV, 2020; BROCHET et al., 2021).

Un comportamento "evasivo" della direzione aziendale in sede assembleare è stato indirettamente osservato da LI E YERMACK (2016) mediante uno studio sul luogo di convocazione dell'assemblea: i risultati mostrano che la convocazione dell'assemblea in luoghi distanti dalla sede legale, in qualche modo per scoraggiarne la partecipazione, hanno una relazione con performance azionarie negative nel periodo successivo all'assemblea.

In merito alla possibile relazione tra grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti e performance aziendale, si può argomentare che alta partecipazione e maggiore dibattito portino a maggiore ponderazione delle decisioni aziendali con conseguente più elevata redditività. L'assunzione di base in tale ragionamento è che più persone possono assumere migliori decisioni rispetto a singoli individui e che il dibattito contribuisce a migliorare il processo decisionale. In tale linea di approccio, si suggerisce un ampliamento della partecipazione degli azionisti ai processi decisionali aziendali (per esempio, BEBCHUK, 2005). Tuttavia, a tale argomento si può opporre il ragionamento contrario, ovvero che il management ha più informazioni rispetto agli azionisti per assumere decisioni tendenti a conseguire anche adeguate performance economiche (per esempio, BAINBRIDGE, 2006). In effetti, evidenze empiriche negli USA confermano che in media l'82,5% dei voti in assemblea sono favorevoli alle proposte del management e che in media tali proposte sono approvate nel 98,5% dei casi (MAUG E RYDQVIST, 2009).

L'assemblea degli azionisti può comunque considerarsi quale "arena" in cui avviene il confronto/scontro tra azionisti di maggioranza e minoranza (POULSEN et al., 2010). Si ritiene, infatti, che un maggior grado di coinvolgimento degli azionisti e, in particolare, degli investitori istituzionali nel monitorare l'operato degli amministratori, possa aiutare a conseguire più elevati livelli di efficienza nella gestione della società. Si tratta di una questione diversa rispetto alla relazione tra concentrazione azionaria e performance aziendali che presenta evidenze contrastanti, come sintetizzato in una meta-analisi di LA ROCCA et al. (2017).

Nel contesto italiano alcune verifiche empiriche condotte su investitori istituzionali evidenziano tra gli strumenti di monitoraggio ed *engagement* con le società quotate proprio la partecipazione alle assemblee. Tali comportamenti sono stati osservati in aderenza ai "Principi italiani di *stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quota-

te” (ASSOGESTIONI, 2016).

Sulla base di questa panoramica, emerge che soprattutto a livello nazionale non ci sono stati studi che hanno esaminato il livello di partecipazione degli azionisti nelle assemblee tantomeno ricerche che hanno analizzato la relazione tra performance aziendale e grado di partecipazione all’assemblea degli azionisti. La nostra ricerca, pertanto, si pone l’obiettivo di costituire un’iniziale base informativa utile al fine di contribuire al dibattito nazionale su una tematica di interesse per gli studiosi di economia aziendale che potrebbe presentare notevoli prospettive di sviluppo.

Da quanto scritto in precedenza non risulta chiara in teoria la direzione della relazione tra grado di partecipazione all’assemblea degli azionisti e redditività aziendale, pertanto la nostra domanda di ricerca può considerarsi empirica. Di conseguenza formuliamo la nostra ipotesi nulla nel seguente modo:

H1 Il grado di partecipazione all’assemblea degli azionisti non è in relazione con la redditività aziendale.

2. Metodologia di ricerca

2.1. La scelta del campione

Il campione è stato selezionato partendo dalle società italiane quotate in borsa al 29 dicembre 2017, volendo osservare le caratteristiche dell’assemblea degli azionisti in due anni, il 2018 e 2017, ovvero le assemblee destinate ad approvare i bilanci di esercizio relativi ai periodi amministrativi 2017 e 2016. Come evidenziato in Tabella 1, da tale universo sono state escluse le imprese operanti nel settore bancario, assicurativo e finanziario (*financial*) e straniere (*foreign*) secondo la classificazione proposta nelle statistiche di Borsa Italiana. Un ulteriore affinamento è avvenuto escludendo i casi in cui i verbali di assemblea non erano disponibili e/o non riportavano gli orari di inizio e fine dell’assemblea ordinaria rispetto a quella straordinaria, le società che pur non classificate *foreign* hanno svolto l’assemblea all’estero secondo regole diverse dal diritto societario italiano, le società di cui non erano disponibili dati di bilancio necessari per lo svolgimento dell’analisi. Per il periodo amministrativo 2017 sono risultate disponibili 161 osservazioni mentre per il periodo precedente (2016) 151, per un totale di 312 aziende – anno osservazioni.

Tabella 1 – Selezione del campione

	2017	2016	Totale osservazioni
N. società quotate (MTA) al 29/12/17	244	n.a.	
Financial	(55)	n.a.	

Foreign	(4)	n.a.	
Sospese	(1)	n.a.	
Mancanza informazioni verbali	(14)	(18)	
Assemblea tenuta all'estero	(7)	(7)	
Mancanza dati bilancio	(2)	(8)	
Totale	161	151	312

2.2. Le variabili di performance

Nel misurare le performance aziendali è possibile utilizzare sostanzialmente tre approcci differenti. Il primo fa riferimento soprattutto ad indicatori di tipo contabile (per esempio, MUTH, DONALDSON, 1998; ERHARDT et al., 2003); il secondo utilizza prioritariamente indicatori di mercato (per esempio, BARNHART, ROSENSTEIN, 1998; KIEL, NICHOLSON, 2003); il terzo utilizza una combinazione dei primi due (per esempio, THOMSEN, PEDERSEN, 2000; EVANS et al., 2002). Nella presente indagine per identificare le variabili di performance seguiamo il primo tra gli approcci citati.

In particolare, nell'analisi della performance aziendale, intesa in termini di redditività, abbiamo acquisito le informazioni contabili dalla banca dati Aida, facendo riferimento al bilancio consolidato di gruppo quando redatto. In particolare, gli indicatori selezionati, in quanto riconosciuti ampiamente nella letteratura quali espressivi della redditività aziendale, sono:

- *return on equity* (ROE) definito nella banca dati Aida come rapporto tra utile netto e patrimonio netto;
- *return on asset* (ROA) definito nella banca dati Aida come rapporto tra risultato operativo e totale attivo.

Al fine di svolgere un'analisi multivariata, abbiamo selezionato altre variabili caratterizzanti le imprese oggetto di osservazione. In particolare, la crescita del fatturato (V_RIC), calcolata come variazione percentuale annuale dei ricavi, per il potenziale impatto sulla performance, il totale attivo (T_ATI) per cogliere l'influenza della dimensione aziendale e il rapporto *debt to equity* (DEBT_E) per evidenziare il grado di rischio finanziario; quest'ultimo è definito nella banca dati Aida come il rapporto tra debiti finanziari (verso banche e altri finanziatori sia a breve che a lungo termine) e patrimonio netto. Un'ulteriore variabile è costituita dal numero di giorni (N_GG) tra la data di chiusura del periodo amministrativo e la data dell'assemblea in qualche modo espressiva di eventuali problemi gestionali che determinano un allungamento dei tempi rispetto ai termini ordinari previsti dalla legge (120 giorni).

2.3. Il grado di partecipazione all'assemblea annuale degli azionisti

Al fine di analizzare le caratteristiche delle assemblee degli azionisti per approssimare la misura del grado di partecipazione degli azionisti abbiamo utilizzato diverse variabili acquisite direttamente dalla lettura dei verbali di assemblea. In particolare, abbiamo selezionato le seguenti variabili:

- numero degli azionisti presenti in assemblea in proprio o per delega (N_AZ);
- quota del capitale sociale rappresentato in assemblea (CS_IN);
- durata dell'assemblea espressa in ore e minuti in forma decimale (DUR_A).

In merito a tale variabile, al fine di migliorare la comparabilità abbiamo considerato la durata dell'assemblea ordinaria destinata all'approvazione del bilancio di esercizio, escludendo i tempi relativi all'eventuale assemblea straordinaria tenuta nello stesso giorno. La raccolta di tale informazione è stata acquisita dall'orario di inizio e dall'orario di chiusura come scritti nel verbale di assemblea.

Al fine di considerare la struttura proprietaria delle società analizzate, abbiamo anche considerato il peso dei primi tre azionisti (CS1, CS2, CS3) con quote di partecipazioni superiori al 3% o al 5% a seconda degli obblighi di *disclosure* delle partecipazioni rilevanti previsti per dimensioni aziendali.

Nell'ambito del contesto regolamentare italiano discusso in precedenza alcune disposizioni possono essere considerate quali strumenti per incentivare la partecipazione degli azionisti all'assemblea. In particolare, abbiamo considerato una serie di variabili *dummies*: la formulazione di domande prima dell'assemblea medesima (ex art. 127-ter dei TUF) rappresentata dalla variabile DOM, la presenza di un rappresentante designato (R_DES) ex art. 135-undicies del TUF, il ricorso ad un meccanismo di voto per alzata di mano o modalità diversa mediante sistemi automatici di registrazione del voto (V_AM), la presenza di una qualche forma di limitazione al diritto di voto o maggiorazioni di voto (L_VOT) quale forma di allontanamento dal principio "un'azione un voto", la presenza in assemblea di investitori istituzionali (INV_I). Una serie di variabili *dummies* fa riferimento ai settori operativi (IND) secondo la classificazione di borsa italiana. In particolare, IND1 = *utilities* (servizi pubblici); IND2 = *telecommunication* (telecomunicazioni); IND3 = *consumer goods* (beni di consumo); IND4 = *industrials* (industriali); IND5 = *healthcare* (salute); IND6 = *basic materials* (chimica e materie prime); IND7 = *consumer services* (servizi al consumo); IND8 = *technology* (tecnologia); IND9 = *oil & gas* (petrolio e gas naturale). Infine una serie di variabili *dummies* fanno riferimento agli anni 2018 e 2017 (ANNO) oggetto di osservazione.

2.4. La relazione tra redditività e grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti

Al fine di analizzare la relazione tra redditività aziendale e grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti, si intende effettuare una analisi multivariata utilizzando un modello di regressione lineare (OLS). Il modello presenta come variabile dipendente alternativamente ROE e ROA, mentre tra le variabili indipendenti abbiamo selezionato alcune di quelle discusse in precedenza. In particolare, il modello, con finalità di analisi di relazione, si presenta come di seguito.

$$\text{ROE (ROA)} = b + b_1 \text{N_AZ} + b_2 \text{CS_IN} + b_3 \text{DUR_A} + b_4 \text{CS1} + b_5 \text{DOM} + b_6$$

$$R_DES + b_7 V_AM + b_8 L_VOT + b_9 INV_I + b_{10} V_RIC + b_{11} DIM + b_{12} DEBT_E + b_{13} N_GG + D_IND + D_ANNO + \varepsilon$$

Le prime tre variabili indipendenti (da b_1 a b_3) intendono cogliere il grado di partecipazione segnalato dal numero di azionisti (N_AZ), dal capitale sociale rappresentato in assemblea (CS_IN) e dalla durata della medesima (DUR_A). La quarta variabile (b_4) esprime l'eventuale ruolo svolto dal peso del primo azionista di riferimento ($CS1$). Le variabili da cinque a nove (da b_5 a b_9) esprimono diverse caratteristiche sull'uso di strumenti legislativi che caratterizzano il modo di partecipazione degli azionisti: le domande prima dell'assemblea (DOM), l'incarico ad un rappresentante designato (R_DES), la modalità di voto in assemblea (V_AM), eventuali limitazioni o maggiorazioni di voto (L_VOT) e la presenza di investitori istituzionali (INV_I). Le variabili da dieci a tredici (da b_{10} a b_{13}) rappresentano alcune caratteristiche aziendali in termini di crescita del fatturato (V_RIC), dimensione espressa dal totale attivo (DIM), rischio finanziario ($DEBT_E$) e distanza temporale tra chiusura dell'esercizio e data dell'assemblea per l'approvazione del bilancio (N_GG). Seguono una serie di variabili *dummies* relative ai settori produttivi (D_IND) e agli anni oggetto di osservazione (D_ANNO).

3. Risultati

3.1. Statistica descrittiva

Con riferimento alle variabili di performance, dai dati contenuti nella Tabella 2 emerge che la redditività espressa dal ROE presenta in media un valore pari al 5,6% (mediana 7,7%). Inoltre, per tale variabile il numero delle osservazioni è stato pari a 305, in quanto in alcuni casi il valore non risultava significativo, ad esempio, per la presenza di un patrimonio netto negativo. In parallelo, l'altra variabile di risultato, il ROA, mostra mediamente un valore del 4,17% (mediana 4,48%) e minore variabilità rispetto al ROE.

Tabella 2 – Statistica descrittiva delle variabili utilizzate (N = 312 osservazioni aziende-anno)

Variabile	Media	SD	Min	1Q	2Q	3Q	Max
N_AZ	240	480	1	12	54	228	3.531
CS_IN	0,7007	0,1357	0,1886	0,6249	0,7280	0,7999	0,9557
DUR_A	1,68	1,40	0,20	0,85	1,33	2,00	12,00
CS1	0,4817	0,1865	0,0501	0,3182	0,5281	0,6133	0,8999
CS2	0,0868	0,0767	0	0,0401	0,0708	0,1256	0,3391
CS3	0,0348	0,0498	0	0	0	0,0584	0,28

ROE (%) (N=305)	5,60	21,31	-140,59	1,41	7,77	13,40	103,99
ROA (%)	4,17	9,17	-83,75	1,65	4,48	7,5	35,46
V_RIC (N=307)	0,050	0,226	-0,896	-0,030	0,042	0,113	2,04
T_ATT (€000)	4.325.099	16.917.967	3.929	184.810	521.615	1.807.683	155.641.000
DIM	20,23	1,8465	15,18	19,035	20,075	21,315	25,77
DEBT_E (N=309)	0,8644	1,2452	0	0,2	0,51	0,99	10
N_GG	121	19,67	90	111	117	120	242
DOM (= 1), N. 129 (41%)							
R_DES (= 1) N. 172 (55%)							
Deleghe al R_DES = 27/172 = 16%							
V_AM (=1) N. 60 (19%)							
L_VOT (= 1) N. 48 (15%)							
INV_I (= 1) N. 274 (88%)							
IND1 Servizi pubblici (= 1) No. 28 (9%)							
IND2 Telecomunicazioni (= 1) N. 8 (3%)							
IND3 Beni di consumo (= 1) N. 78 (25%)							
IND4 Industria (= 1) N. 95 (30%)							
IND5 Salute (= 1) N. 11 (4%)							
IND6 Chimica e materie prime (= 1) N. 7 (2%)							
IND7 Servizi al consumo (= 1) N. 46 (15%)							
IND8 Tecnologia (= 1) N. 29 (9%)							
IND9 Petrolio e gas naturale (= 1) N. 10 (3%)							
ANNO_2018 (= 1) N. 161 (52%)							
ANNO_2017 (= 1) No. 151 (48%)							

Definizione delle variabili: N_AZ = numero degli azionisti presenti in proprio o per delega in assemblea; CS_IN = quota del capitale sociale rappresentato in assemblea; DUR_A = durata dell'assemblea espressa in ore e minuti in forma decimale; CS1, CS2, CS3 = quota di partecipazione del primo, secondo e terzo azionista; ROE = rapporto tra utile netto e patrimonio netto espresso in percentuale; ROA = rapporto tra risultato operativo e totale attivo espresso in percentuale; V_RIC = rapporto tra variazioni

annuale dei ricavi e ricavi anno precedente; T_ATT = totale attivo dello stato patrimoniale; DIM = logaritmo naturale di T_ATT ; $DEBT_E$ = rapporto tra debiti verso banche più debiti verso altri finanziatori e patrimonio netto; N_GG = numero di giorni tra data chiusura periodo amministrativo e data dell'assemblea; $DOM = 1$ se almeno un azionista ha presentato domande prima dell'assemblea, altrimenti 0; $R_DES = 1$ se presente rappresentante designato, altrimenti 0; $V_AM = 1$ se voto in assemblea mediante conteggio automatico, altrimenti (alzata di mano) = 0; $L_VOT = 1$ se presente una limitazione o maggioranza al diritto di voto, altrimenti 0; $INV_I = 1$ se presente in proprio o per delega almeno un investitore istituzionale in assemblea, altrimenti = 0; le variabili IND e $ANNO$ sono auto esplicative.

Dalla lettura dei 312 verbali di assemblea (numero medio di pagine per verbale pari a 26) sono state raccolte informazioni in merito alle principali variabili utilizzate nel presente studio come espressive dal grado di partecipazione degli azionisti all'assemblea annuale. In media, il capitale sociale rappresentato in assemblea (CS_IN) è circa il 70% (mediana circa 73%). È possibile ipotizzare che la percentuale di capitale non presente in assemblea (circa il 30%) sia in parte attribuibile a “investitori privati” che per vari motivi non partecipano ai lavori assembleari né in proprio né per delega. Dati statistici relativi alle assemblee di società quotate negli USA mostrano che in media dal 2016 al 2020 circa il 72% degli azionisti privati non partecipa e non esprime un voto in sede assembleare; al contrario, tale percentuale scende a circa il 9% nel caso di investitori istituzionali (BROADRIDGE, 2020, p. 5). Nuovi strumenti normativi e le nuove tecnologie dovrebbero permettere di ridurre tale tasso medio di non partecipazione anche mediante forme di partecipazione a distanza e *webcasting*. La variabile relativa al numero di azionisti (N_AZ) mostra un valore medio di 240, con una mediana di 54. In effetti, è possibile osservare valori minimi pari a un solo azionista e il primo quartile pari a 12. Pertanto, la media è in qualche modo influenzata dai valori massimi presenti in proprio o per delega. Su tale variabile un ruolo chiave potrebbe essere svolto dai *proxy advisors* come mostrato nel contesto europeo da HITZ E LEHMANN (2018). Gli investitori istituzionali in possesso di portafogli titoli estremamente diversificati spesso si rivolgono alle società di consulenza per analizzare il materiale relativo all'assemblea e ricevere raccomandazioni di voto. Di conseguenza, l'influenza di questi consulenti sul voto appare rilevante. Secondo alcune ricerche (ASSONIME 2012), gli investitori istituzionali fanno maggiormente ricorso ai *proxy advisors* per investimenti in società straniere che per investimenti nel mercato nazionale. Pertanto, l'influenza di tali consulenti è maggiore nei mercati con un'alta percentuale di investitori internazionali.

Un altro parametro utilizzato per cogliere la partecipazione è stato individuato nella durata dell'assemblea (DUR_A). I valori nella Tabella 2 sono esposti in ore (h) decimali. Pertanto il valore medio di 1,68 equivale a un'ora e quaranta minuti circa. La mediana è pari a 1,33 (ovvero un'ora e venti minuti). I due valori estremi sono pari rispettivamente a 12 minuti (valore minimo) e 12 ore (valore massimo). Maggiore durata implica in qualche modo maggiore partecipazione e discussione da parte dei soci.

Quanto alla struttura proprietaria del campione analizzato si osserva che la quota media di possesso azionario del principale azionista ($CS1$) dimostra un alto grado di concentrazione azionaria nel contesto italiano con un valore di circa il 48%; sommando i primi tre azionisti ($CS1 + CS2 + CS3$) risulta in media una quota azionaria di circa il 60%. Tali evidenze sono in linea con precedenti ricerche (per esempio, BIANCHI et al., 2002) e indirettamente confermano un certo grado di “stabilità” in termini di struttura proprietaria a tal punto che “da una prospettiva anglosassone, nessun paese più dell'Italia simboleggia il capi-

talismo familiare” (AGANIN, VOLPIN, 2003). Pertanto, rispetto ad altri sistemi capitalistici, vi è una limitata separazione tra proprietà e controllo; inoltre, il primo azionista di riferimento supera il 50% del capitale sociale in 179 osservazioni ovvero nel 57% del campione osservato. Si conferma di conseguenza che nel contesto italiano il principale *agency problem* è tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

Passando all'analisi di alcune caratteristiche sul grado di utilizzo di strumenti normativi che dovrebbero permettere un modo più agevole di partecipazione all'assemblea annuale degli azionisti, si osserva che il ricorso alle domande prima dell'assemblea (DOM) risulta con una frequenza di circa il 41% (129/312). Le domande sono in effetti espressione di una cultura di partecipazione nonostante il rischio di qualificazione quale elemento di disturbo. Lo strumento del rappresentante designato (R_DES) (ex art. 135 *undecies* TUF) appare formalmente utilizzato dalla maggioranza delle unità aziendali osservate nel campione: 172 ovvero il 55% delle osservazioni. Tuttavia, l'effettivo utilizzo di tale strumento appare marginale, infatti in soli 27 casi sul totale di 172 (16%) sono risultate deleghe conferite al rappresentante designato. Tale dato può essere spiegato probabilmente nel senso che spesso l'incarico al rappresentante designato è in qualche modo connesso con l'incarico di fornire servizi organizzativi per il corretto svolgimento dell'assemblea mentre rimane inutilizzata la funzione di rappresentanza degli azionisti.

La modalità di voto prevalente è quella per alzata di mano, utilizzata in 252 casi (81%), mostrando indirettamente che il numero di persone presenti fisicamente in assemblea in proprio o come delegati di azionisti è un numero esiguo. In 60 casi (19%) si fa ricorso a forme di voto espresso con mezzi elettronici (comando a distanza) forniti agli azionisti partecipanti prima dell'inizio dell'assemblea. È opportuno precisare che non si tratta di voto elettronico per corrispondenza, fenomeno sostanzialmente assente nel campione esaminato. Pertanto tale modalità prevista dalla Direttiva 2017/828/UE (*Shareholders' Directive*) e recepita dalla normativa italiana (D. Lgs. 49/2019) con il fine di eliminare gli ostacoli che limitano la possibilità di intervento degli azionisti non viene presa in considerazione benché il nostro legislatore abbia specificato chiaramente come il voto espresso in forma elettronica (o meglio, mediante mezzi di telecomunicazione) debba essere automaticamente equiparato al voto per corrispondenza (art. 2370, *quaRto* comma, C.C.).

A tale proposito, l'organo di controllo del mercato azionario in Australia ha manifestato perplessità sul fatto che nelle assemblee tenute nel 2017, 25 società dell'indice ASX 200 hanno continuato a decidere mediante voto espresso con alzata di mano (ASIC, 2018). È opportuno osservare che altri strumenti di partecipazione e voto (ad esempio, forme ibride, in presenza o online) potrebbero assumere più rilievo in futuro, anche alla luce del contesto pandemico Covid 19 che si è manifestato a partire dal 2020. In effetti, già nel 2018, la Commissione parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario in una delle relazioni finali proponeva cambiamenti normativi tendenti alla trasmissione in diretta dell'audio video dei lavori assembleari (COMMISSIONE PARLAMENTARE, 2018, p. 451).

Le limitazioni di voto si sono osservate in 48 casi (15%) e sono riconducibili a maggiorazioni di voto o previsioni statutarie che contemplano fattispecie (D. L. 332/1994, modificato dalla L. 474/1994) in cui non può essere esercitato il diritto di voto inerente alle azioni detenute in eccedenza rispetto al limite massimo di possesso azionario (pari al 3% o 5%). Tale fenomeno appare dunque contenuto e in teoria intende rafforzare il potere gestionale degli azionisti che detengono per lungo tempo le partecipazioni azionarie (nel caso delle maggiorazioni di voto). La presenza di azionisti investitori istituzionali (INV_I) appare am-

pia, infatti in 274 casi (88%) si è registrata la presenza in assemblea di almeno un investitore istituzionale. Tale dato appare coerente con l'idea che gli investitori istituzionali utilizzino tra gli strumenti di monitoraggio ed *engagement* con le società quotate proprio la partecipazione alle assemblee, in aderenza ai “Principi italiani di *stewardship* per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate” (ASSOGESTIONI, 2016). La presenza elevata di investitori istituzionali nella suddetta indagine conferma altresì che tali figure rappresentano azionisti importanti delle società quotate e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime (BUSCO E RICCABONI, 2010).

Per quanto attiene alla crescita del fatturato, calcolato su base annuale, si osserva un valore medio di crescita dei ricavi annuali del 5% (mediana 4,2%). Per tale variabile le osservazioni disponibili sono risultate pari a 307 e la variabilità del tasso di crescita è influenzato dai valori estremi negativi (decrecita) e positivi (crescita). Con riferimento alla dimensione aziendale segnalata dal totale dell'attivo (TOT_A) si evidenzia una ampia variabilità nelle aziende osservate. Il valore medio del totale attivo è pari a 4,3 miliardi di euro, tuttavia la mediana è pari a circa 522 milioni di euro. Tale dato è segnalato anche dalla deviazione standard (SD) ed è espressione della presenza di poche grandi aziende nella distribuzione di tale variabile. In merito al rapporto *debt/equity* (DEB_E) espressione del rischio finanziario si osserva in media un valore di 0,86 (mediana 0,51) ed esprime il significativo e tradizione ricorso al credito bancario delle aziende italiane rispetto al capitale di rischio. Le osservazioni su tale variabile risultano 309 in quanto in alcuni casi il valore non risultava significativo.

Infine, la data di svolgimento dell'assemblea per l'approvazione del bilancio di esercizio rispetto alla data di chiusura del periodo amministrativo è indicatore indiretto di eventuali problemi gestionali. Ritardi rispetto ai termini previsti dalle disposizioni normative possono essere espressione di eventuali difficoltà. Nel campione osservato il numero di giorni (N_GG) tra la fine del periodo amministrativo e la data di assemblea è risultato pari a 121 (mediana 117) sostanzialmente in linea con i termini ordinari previsti dalla norma vigente nel periodo di osservazione (120 giorni) estendibili a 180 giorni per particolari esigenze e/o motivazioni.

Tra i risultati non tabulati si evidenzia che il luogo di svolgimento delle assemblee coincide con il Comune o la Provincia in cui ha sede legale la medesima società. Tale evidenza è in linea con la previsione del codice civile (art. 2363) di convocare l'assemblea nel Comune dove ha sede legale la società, salvo diversa disposizione statutaria. Pertanto non è osservabile il fenomeno di scegliere luoghi difficilmente raggiungibili rispetto alla sede della società, come, ad esempio, mostrato da LI E YERMACK (2016) negli USA. Altre evidenze non tabulate segnalano il sostanziale non utilizzo del voto elettronico o per corrispondenza e l'assenza di richieste di variazione dell'ordine del giorno e proposte di delibere da parte degli azionisti ex art. 126-*bis* TUF.

3.2. Relazione tra redditività e grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti

La Tabella 3 mostra i risultati dell'analisi multivariata con riferimento alla variabile di redditività ROE. In tale analisi il numero di osservazioni a pari a 300, in quanto si sono eliminati i casi in cui tale variabile e DEBT_E non risultano significativi (ad esempio, per patrimonio netto negativo), oltre che per indisponibilità della variabile V_RIC.

Rispetto alle tre variabili utilizzate per misurare il grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti risulta altamente significativa la variabile CS_IN ($p=0,0000$). Con un coeffi-

ciente positivo, la quota di capitale sociale rappresentato in assemblea appare positivamente associata in modo significativo alla redditività aziendale espressa dall'indice ROE. Le altre due variabili non risultano significative. Con riferimento all'ipotesi formulata sulla relazione tra redditività e grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti, è possibile affermare che risultano evidenze a supporto di tale relazione quando la partecipazione è misurata dalla quota di capitale sociale presente in assemblea e la variabile di performance è rappresentata dal ROE.

Tabella 3 – Regressione (OLS) ROE

$$\text{ROE} = b + b_1 \text{N_AZ} + b_2 \text{CS_IN} + b_3 \text{DUR_A} + b_4 \text{CS1} + b_5 \text{DOM} + b_6 \text{R_DES} + b_7 \text{V_AM} + b_8 \text{L_VOT} + b_9 \text{INV_I} + b_{10} \text{V_RIC} + b_{11} \text{DIM} + b_{12} \text{DEBT_E} + b_{13} \text{N_GG} + \text{D_IND} + \text{D_ANNO} + \varepsilon$$

	<i>Coeff</i>	<i>SE</i>	<i>t-stat</i>	<i>p</i>
N_AZ (b ₁)	-0,0007	0,003	-0,21	0,835
CS_IN (b ₂)	52.04	10.75	4.84	0,000
DUR_A (b ₃)	0,8991	1.131	0,79	0,428
CS1 (b ₄)	-14,47	8,092	-1,79	0,075
DOM (b ₅)	2,288	2,663	0,87	0,38
R_DES (b ₆)	-1,392	2,478	-0,56	0,575
V_AM (b ₇)	-1,774	3,625	-0,49	0,627
L_VOT (b ₈)	3,800	3,197	1,19	0,236
INV_I (b ₉)	7,301	4,040	1,81	0,072
V_RIC (b ₁₀)	1,325	5,205	0,25	0,799
DIM (b ₁₁)	0,256	1,022	0,25	0,802
DEBT_E (b ₁₂)	-2,591	1,008	-2,57	0,011
N_GG (b ₁₃)	-0,268	0,070	-3,79	0,000
D_IND	Non riportato			
D_ANNO	Non riportato			
Constant (b ₀)	-8,362	22,06	-0,38	0,705
N = 300; F (22, 277) = 4,47; Prob > F = 0,0000; R-squared = 0,2620; Adj R-squared = 0,2034				

Definizione delle variabili: ROE = rapporto tra utile netto e patrimonio netto espresso in percentuale; N_AZ = numero degli azionisti presenti in proprio o per delega in assemblea; CS_IN = quota del capitale sociale rappresentato in assemblea; DUR_A = durata dell'assemblea espressa in ore e minuti in forma decimale; CS1 = quota di partecipazione del primo azionista; DOM = 1 se almeno un azionista ha presen-

tato domande prima dell'assemblea, altrimenti 0; R_DES = 1 se presente rappresentante designato, altrimenti 0; V_AM = 1 se voto in assemblea mediante conteggio automatico, altrimenti (alzata di mano) = 0; L_VOT = 1 se presente una limitazione o maggiorazione al diritto di voto, altrimenti 0; INV_I = 1 se presente in proprio o per delega almeno un investitore istituzionale in assemblea, altrimenti = 0; V_RIC = rapporto tra variazioni annuale dei ricavi e ricavi anno precedente; DIM = logaritmo naturale del totale attivo; DEBT_E = rapporto tra debiti verso banche più debiti verso altri finanziatori e patrimonio netto; N_GG = numero di giorni tra data chiusura periodo amministrativo e data dell'assemblea; D_IND = variabile *dummies* per settori operativi come riportati in Tabella 2, IND1 è il settore di riferimento; D_ANNO = variabile *dummies* per gli anni come riportati in Tabella 2, 2017 è l'anno di riferimento.

Ponendo attenzione al possibile ruolo del peso del primo azionista di riferimento (CS1), si osserva un coefficiente negativo e debolmente significativo ($p=0,075$). Ulteriore incertezza è data da un intervallo di confidenza che include anche il segno positivo dello stesso coefficiente. Pertanto su tale aspetto non sembra possibile fornire una evidenza significativa.

Nell'ambito delle variabili che caratterizzano alcune modalità di svolgimento dell'assemblea la sola variabile che risulta significativa è quella relativa alla presenza in assemblea di investitori istituzionali (INV_I). Il coefficiente risulta positivo e debolmente significativo ($p=0,072$). Anche in questo caso, ulteriore incertezza è data da un intervallo di confidenza del coefficiente che include anche il segno negativo dello stesso coefficiente.

Osservando le caratteristiche delle imprese, il tasso di crescita (o decrescita se con segno negativo) dei ricavi (V_RIC) pur avendo segno positivo non appare significativo rispetto alla redditività netta sul capitale di rischio. Anche la dimensione aziendale non appare rilevante in termini di redditività. Come atteso, un alto livello di DEBT_E è negativamente associato alla redditività in modo significativo ($p=0,011$). Inoltre, risulta altamente significativa ($p=0,000$) la distanza temporale tra data di chiusura del periodo amministrativo e data dell'assemblea. Il coefficiente risulta negativo e conferma che l'allungamento dei tempi necessari per l'approvazione del bilancio di esercizio è in qualche modo legato a problemi gestionali ed è associato negativamente alla redditività aziendale.

Le variabili *dummies* legate ai settori produttivi non mostrano significatività statistica, tranne che per il settore IND9 (petrolio e gas naturale) che risulta con un coefficiente positivo. Tale risultato evidenzia una più alta redditività per tale settore ma va interpretato con cautela considerata la bassa numerosità delle imprese operanti in tale settore produttivo nell'ambito del campione osservato. Infine la variabile *dummies* ANNO non evidenzia alcun effetto sulla redditività aziendale legato a uno degli anni oggetto di osservazione.

La Tabella 4 mostra i risultati dell'analisi multivariata nel caso di redditività espressa dall'indice ROA. Come già evidenziato nella precedente analisi, anche in questo caso si conferma l'alta significatività statistica e il coefficiente positivo della variabile che rappresenta la quota di capitale sociale rappresentata in assemblea (CS_IN). Come in precedenza, le altre due variabili (N_AZ e DUR_A) non risultano significative.

Tabella 4 – Regressione (OLS) ROA

$$\text{ROA} = b + b_1 \text{N_AZ} + b_2 \text{CS_IN} + b_3 \text{DUR_A} + b_4 \text{CS1} + b_5 \text{DOM} + b_6 \text{R_DES} + b_7 \text{V_AM} + b_8 \text{L_VOT} + b_9 \text{INV_I} + b_{10} \text{V_RIC} + b_{11} \text{DIM} + b_{12} \text{DEBT_E} + b_{13} \text{N_GG} + \text{D_IND} + \text{D_ANNO} + \varepsilon$$

	<i>Coeff</i>	<i>SE</i>	<i>t-stat</i>	<i>p</i>
N_AZ (b ₁)	0,0017	0,0016	1,11	0,268
CS_IN (b ₂)	19,34	4,58	4,22	0,000
DUR_A (b ₃)	-0,660	0,483	-1,37	0,173
CS1 (b ₄)	-4,510	3,455	-1,31	0,193
DOM (b ₅)	0,391	1,121	0,35	0,727
R_DES (b ₆)	-0,735	1,050	-0,70	0,485
V_AM (b ₇)	1,166	1,559	0,75	0,455
L_VOT (b ₈)	0,060	1,354	0,04	0,965
INV_I (b ₉)	1,839	1,718	1,07	0,285
V_RIC (b ₁₀)	5,304	2,210	2,40	0,017
DIM (b ₁₁)	0,425	0,432	0,98	0,326
DEBT_E (b ₁₂)	-0,487	0,412	-1,18	0,238
N_GG (b ₁₃)	-0,059	0,029	-2,06	0,040
D_IND	Non riportato			
D_ANNO	Non riportato			
Constant (b ₀)	-9,518	9,309	-1,02	0,307
N = 304; F (22, 281) = 3,26; Prob > F = 0,0000; R-squared = 0,2036; Adj R-squared = 0,1412				

Definizione delle variabili: ROA = rapporto tra risultato operativo e totale attivo espresso in percentuale; N_AZ = numero degli azionisti presenti in proprio o per delega in assemblea; CS_IN = quota del capitale sociale rappresentato in assemblea; DUR_A = durata dell'assemblea espressa in ore e minuti in forma decimale; CS1 = quota di partecipazione del primo azionista; DOM = 1 se almeno un azionista ha presentato domande prima dell'assemblea, altrimenti 0; R_DES = 1 se presente rappresentante designato, altrimenti 0; V_AM = 1 se voto in assemblea mediante conteggio automatico, altrimenti (alzata di mano) = 0; L_VOT = 1 se presente una limitazione o maggioranza al diritto di voto, altrimenti 0; INV_I = 1 se presente in proprio o per delega almeno un investitore istituzionale in assemblea, altrimenti 0; V_RIC = rapporto tra variazioni annuale dei ricavi e ricavi anno precedente; DIM = logaritmo naturale del totale attivo; DEBT_E = rapporto tra debiti verso banche più debiti verso altri finanziatori e patrimonio netto; N_GG = numero di giorni tra data chiusura periodo amministrativo e data dell'assemblea; D_IND = variabile *dummies* per settori operativi come riportati in Tabella 2, IND1 è il

settore di riferimento; D_ANNO = variabile *dummies* per gli anni come riportati in Tabella 2, 2017 è l'anno di riferimento.

I dubbi circa la rilevanza della partecipazione del primo azionista di riferimento sono confermati nell'analisi della relazione con il ROA dove la variabile CS1 non risulta significativa. Nell'ambito degli elementi che caratterizzano alcuni aspetti relativi allo svolgimento dell'assemblea, nessuna delle variabili risulta significativa, come già evidenziato nell'analisi degli effetti sul ROE. In particolare, il debole ruolo di INV_I nell'analisi sul ROE è qui confermato con una non significatività.

Osservando le caratteristiche delle imprese, il tasso di crescita (o decrescita se con segno negativo) dei ricavi appare positivamente associato alla redditività complessiva espressa dal ROA ($p=0,017$). Rispetto all'analisi dedicata al ROE, in questo caso una crescita più elevata del fatturato è legata a più elevate performance misurate dal ROA. Una possibile spiegazione è che vi sono altri elementi (area gestionale finanziaria, tributaria e grado di indebitamento e patrimonializzazione) che impattano sulla redditività netta tale per cui una crescita del fatturato può migliorare la redditività complessiva espressa dal ROA ma non quella netta misurata dal ROE. Infatti, tra gli altri risultati, il livello di DEBT_E non risulta significativo. Tale evidenza è interpretabile nel senso che il ROA risente meno della struttura finanziaria e l'impatto più significativo del DEBT_E è osservabile sulla redditività netta. Anche in questo modello la dimensione aziendale non appare rilevante in termini di redditività espressa dal ROA. Come nell'analisi precedente, risulta significativa ($p=0,040$) la distanza temporale tra data di chiusura del periodo amministrativo e data dell'assemblea. Il coefficiente risulta negativo e conferma che l'allungamento dei tempi necessari per l'approvazione del bilancio di esercizio è in qualche modo legato a problemi gestionali ed è associato negativamente alla redditività aziendale.

Le variabili *dummies* legate ai settori produttivi e agli anni oggetto di osservazione non mostrano significatività statistica in termini di effetti sulla redditività aziendale espressa dal ROA.

Considerando complessivamente l'analisi multivariata della relazione tra redditività aziendale e grado di partecipazione all'assemblea degli azionisti emerge che l'ampia partecipazione espressa dalla quota di capitale sociale presente in assemblea è positivamente associata alla redditività espressa sia con l'indice ROE che ROA. È opportuno interpretare tale risultato nel senso che un circolo virtuoso nella relazione azienda e azionisti può condurre ad una più ampia partecipazione e a migliori risultati aziendali. Tuttavia, le altre variabili utilizzate per cogliere il grado di partecipazione in assemblea non sono risultate significative.

Tra le altre variabili utilizzate nell'indagine, si evidenzia che la distanza temporale tra la data di chiusura del periodo amministrativo e la data dell'assemblea è associata negativamente con le performance aziendali. Infine, tra le variabili controllo, si evidenzia che il tasso di crescita dei ricavi è positivamente associato con la redditività espressa dal ROA.

4. Conclusioni

Dall'indagine condotta emerge che un'elevata partecipazione misurata dalla quota di capitale sociale presente in assemblea è in qualche modo associata positivamente alla redditività aziendale espressa dagli indici ROE e ROA. La nostra evidenza può essere definita descrittiva per natura, poiché non è possibile fornire evidenza specifica di un rapporto causa effetto. Tuttavia, la nostra ricerca supporta l'idea dei *policy maker* europei di aumentare la partecipazione degli azionisti nella gestione aziendale delle società quotate (*Shareholders' Directive*, 2017). In sostanza, è opportuno che si predisponga un contesto istituzionale che permetta a ciascun azionista, pur detenendo poche azioni, di partecipare e di esprimere il diritto di voto in proprio o per delega (personalmente o mediante *proxy*). Anche nel contesto italiano caratterizzato da alta concentrazione proprietaria, una più ampia partecipazione in assemblea sembra essere un elemento associabile a migliori risultati aziendali. Forse anche indicazione indiretta di un maggior dialogo tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

Allo stesso tempo, emerge nel campione osservato uno scarso utilizzo degli strumenti legislativi per partecipare in assemblea. Tra i risultati non oggetto di osservazione sistematica si evidenzia l'assenza di internet per agevolare la partecipazione e il rapporto tra azionisti e management in sede assembleare. Pertanto è del tutto assente l'uso di internet per votare in assemblea (*webcasting*) mentre risultano rarissimi i casi di voto elettronico e per corrispondenza.

Tra i limiti della ricerca si evidenzia la scelta di variabili di performance di origine contabile mentre future ricerche potrebbero considerare anche variabili legate ai risultati sul mercato azionario e performance di tipo ambientale e sociale. Inoltre, un ulteriore lavoro di ricerca potrebbe essere dedicato all'analisi dettagliata delle tipologie di voto espresse in sede assembleare, prevedendo anche di estendere l'arco temporale.

Assemblee tenute in forma ibrida (in presenza e online) o virtuale potrebbero essere strumentali per sollecitare la partecipazione di azionisti sebbene richiedano cambiamenti tecnici e normativi tendenti a un maggior utilizzo della tecnologia (per esempio, MORIARTY, 2018). In effetti tali strumenti hanno trovato occasione di utilizzo, almeno su disposizione normativa, nel contesto della pandemia Covid-19 a partire dal 2020 e che potrebbero essere oggetto di future ricerche.

GIUSEPPE IANNIELLO

Professore ordinario di Economia aziendale

Università degli Studi della Tuscia -Viterbo

ALESSANDRA STEFANONI

Ricercatore di Economia aziendale

Università degli Studi della Tuscia -Viterbo

Bibliografia

- AGANIN A., VOLPIN P. (2003), History of corporate ownership in Italy, NBER Working Paper, www.nber.org.
- ANDERSON R.C., REEB D. (2003), “Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage”, in *Journal of Law and Economics*, vol. 46 (2).
- ASIC (2018), Report 564 Annual general meeting season 2017, Australian Securities & Investments Commission, disponibile su <https://asic.gov.au/>, consultato a marzo 2020.
- ASSOGESTIONI (2016), Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, disponibile su www.assogestioni.it, consultato a marzo 2020.
- ASSONIME (2012), Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012), Note e Sudi, n.14.
- BAINBRIDGE S. M. (2006), “Director Primacy and Shareholder Disempowerment”, in *Harvard Law Review*, vol. 119, pp.1735-58.
- BARNHART S.W., ROSENSTEIN S. (1998), “Board composition, managerial ownership, and firm performance: An empirical analysis”, in *Financial Review*, 33(4), pp.1-16.
- BARONTINI R., CAPRIO L. (2006), “The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe”, in *European Financial Management*, vol. 12 (5), pp. 689-723.
- BEBCHUK L. A. (2005), “The Case for Increasing Shareholder Power”, in *Harvard Law Review*, vol. 118, pp.835-914.
- BEN-AMAR W., ANDRÉ P. (2006), “Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada”, in *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 33 (3-4), pp. 517-543.
- BERLE A. A., MEANS G. C. (1933), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Co.
- BIANCHI M., BIANCO M., ENRIQUES L. (2002), “Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy”, in F. Barca e M. Becht (edited by), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford, UK.
- BIANCO M., CASAVOLA P. (1999), “Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance”, in *European Economic Review*, n. 43, pp. 1057-1069, [http://dx.doi.org/10.1016/S0014-2921\(98\)00114-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0014-2921(98)00114-7).
- BOONE A.L., FIELD L.C., KARPOFF J.M., RAHEJA C.G. (2007), “The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis”, in *Journal of Financial Economics*, n. 85, pp. 66- 101.
- BROADRIDGE (2020), ProxyPulse - 2020 Proxy Season Review, Broadridge Investor Communication Solutions, Inc. and PricewaterhouseCooper LLP, disponibile su www.broadridge.com, consultato a marzo 2021.
- BROCHET F., CHYCHYLA R., FERRI F. (2021), “Virtual Shareholder Meetings”, in *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper No. 777/2021, <https://ssrn.com/abstract=3743064> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3743064>.
- BROCHET F., FERRI F., MILLER G. (2020), “Investors’ Perceptions of Activism via Voting: Evidence from Contentious Shareholder Meetings”, in *Contemporary Accounting Research*.
- BUSCO C., RICCABONI A. (2010), *Governo e gestione delle performance d'impresa*. Pearson Education.
- CATTURI G. (2019), *Principi di Economia Aziendale*, sesta edizione, Wolters Kluwer Cedam.
- CHENG S. (2008), “Board size and the variability of corporate performance”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 87 (1), pp. 157-176.
- CIAMPAGLIA G.M. (2009), *I consiglieri indipendenti nella governance d'impresa e le performance aziendali*, Edizioni Scientifiche Italiane, Foggia.
- COMMISSIONE PARLAMENTARE (2018), Relazione Finale Commissione parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 30 gennaio 2018, Camera dei Deputati e Senato della Repubblica, disponibile su <https://www.parlamento.it/>, consultato a marzo 2020.
- CUNAT V., GINE M., GUADALUPE M. (2012), “The Vote is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value” in *Journal of Finance* n. 67, pp.1943–1977.
- DE ANDRÉS A., AZOFRA PALENZUELA V. (2005), “Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness”, in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13 (2), pp. 197-210.
- DEMARTINI P., DEMOFONTE S. (2016), “Corporate Governance e Performance Aziendale”, in Demartini P., Graziani P., Monni S. (a cura di), *Performance, Sistemi di controllo. Made in Italy*, Roma Tre- Press, pp.36-67.
- DI TORO P. (2010), *Corporate Governance. Principi di comportamento per il governo delle società di capitali*, Il Sole 24 Ore.
- DUNLAVY C. A. (2006), “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights”, in *Washington and Lee Law Review*, vol. 63 (4) (Fall): 1349, 1354–56.
- ERHARDT N.L., WERBEL J.D., SHRADER C.B. (2003), “Board of director diversity and firm financial performance”, in *Corporate Governance: An International Review*, vol. 11, pp. 102-111.
- ERTIMUR Y., FERRI F., OESCH D. (2015), “Does the Director Election System Matter? Evidence from Majority Voting” in *Review of Accounting Studies* n. 20, pp. 1-41.
- EVANS J., EVANS R., LOH S. (2002), “Corporate governance and declining firm performance”, in *International Journal of Business Studies*, vol. 10(1), pp. 1-18.
- HITZ JOERG-MARKUS, LEHMANN N. (2018), “Empirical Evidence on the Role of Proxy Advisors in European Capital Markets”, in *European Accounting Review*, vol. 27 (4), pp. 713-745.
- KIEL G.C., NICHOLSON G.J. (2003), “Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs

- contrasting theories of corporate governance”, in *Corporate Governance: An International Review*, vol.1, pp. 189-205.
- KLEIN A. (1998), “Firm Performance and Board Committee Structure”, in *Journal of Law and Economics*, vol. 41, n. 1, pp. 286-288.
- LA ROCCA M., MONTALTO F., LA ROCCA T., STAGLIANÒ R. (2017), “The effect of ownership on firm value: a meta-analysis”, in *Economics Bulletin*, vol. 37, pp. 2324-2353.
- LI Y., YERMACK D. (2016), “Evasive shareholder meetings” in *Journal of Corporate Finance*, vol. 38, pp. 318-334.
- MAUG E., RYDQVIST K. (2009), “Do Shareholders Vote Strategically? Voting Behavior, Proposal Screening, and Majority Rules”, in *Review of Finance*, vol. 13, pp. 47-79.
- MAZZOTTA R. (2007), *La corporate governance e le performance aziendali*, Milano, FrancoAngeli.
- MISHRA C., RANDOY T., JENSSEN J. (2001), “The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance”, in *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 12 (3), pp. 235-259.
- MORCK R., STANGELAND D., YEUNG B. (2000), “Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth. The Canadian Disease?”, in Morck R. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago and London, University of Chicago Press, pp. 319-372.
- MORIARTY R., HALSTEAD R., SHARMA S. (2018), “ASIC highlights the importance of annual general meetings and recent trends in corporate governance”, in *Governance Directions*, March, 77-79.
- MORRESI O. (2009), “Impresa familiare e performance: una verifica empirica sulle imprese italiane quotate”, in *Finanza Marketing e Produzione*, vol. 3, pp. 7-30.
- MUTH M., DONALDSON L. (1998), “Stewardship theory and board structure: A contingency approach”, in *Corporate Governance: An International Review*, n. 6(1), pp. 5-28.
- NGUYEN H., FAFF R. (2007), “Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence”, in *Corporate Ownership and Control*, n. 4(2), pp.24-32, DOI:10.22495/cocv4i2p2.
- PERRY T., SHIVDASANI A. (2005), “Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring” in *The Journal of Business*, n. 78(4), pp. 1403-1432, DOI:10.1086/43086.
- POULSEN T., STRAND T., THOMSEN S. (2010), “Voting power and shareholder activism: A study of Swedish shareholder meetings”, in *Corporate Governance: An International Review*, n. 18(4), pp. 329-343.
- SCHWARTZ-ZIV M. (2020), “How Shifting from In-Person to Virtual Shareholder Meetings Affects Shareholders’ Voice”, in *SSRN Electronic Journal*.
- SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, in *Journal of Political Economy* n. 94 (3), pp. 461-488.
- THE ECONOMIST (2005), *What shareholder democracy?* March 26th.
- THE ECONOMIST (2017), *Snap’s IPO is part of a wider trend towards corporate autocracy*, February 11th.
- THOMSEN S., PEDERSEN T. (2000), “Ownership structure and economic performance in the largest European companies”, in *Strategic Management Journal*, vol. 21(6), pp. 689-705.
- VOLPIN P. (2002), “Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy”, in *Journal of Financial Economics*, vol. 64 (1), pp. 61-90.
- YERMACK D. (2010), “Shareholder voting and corporate governance”, in *Annual Review of Financial Economics*, vol. 2, pp. 103-125.
- ZHANG Z.P., WANG Z.Q. (2013), “Can Independent Director System in China Improve the Performance of Listed Firms in Shenzhen and Shanghai in 2010?”, in *Journal of Shijiazhuang University of Economics*, n. 36 (3), pp. 73-77.