

LA PROPRIETÀ FAMILIARE COME DETERMINANTE DELLA QUALITÀ DEGLI UTILI. EVIDENZE EMPIRICHE DELLA RELAZIONE TRA GENERAZIONE E *INCOME SMOOTHING*

*Silvia Ferramosca, Marco Allegrini**

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. Definizione di impresa familiare: un enigma irrisolvibile. – 1.3. Impresa familiare e qualità degli utili. – 1.4. La ricerca empirica. – 1.4.1. La selezione del campione. – 1.4.2. I modelli econometrici e la descrizione delle variabili. – 1.4.3. Risultati dell'analisi descrittiva e dell'analisi bivariata. – 1.4.4. Risultati empirici dell'analisi multivariata. – 1.5. Conclusioni. – Bibliografia.

1.1. INTRODUZIONE

Le imprese familiari rappresentano una delle forme imprenditoriali più comuni e più antiche (Bennedsen e Fan, 2014), ma considerate le loro peculiarità ancora oggi vi è spazio di indagine per la letteratura. In primis, nonostante i molteplici tentativi definitivi di impresa familiare, ogni studio nazionale e internazionale adotta dei profili definitivi differenti, ottenendo risultati molto spesso non comparabili nel tempo e nello spazio.

L'interazione dei diversi sistemi (i.e. famiglia, impresa e proprietà) nelle imprese familiari genera possibili vantaggi e svantaggi (Tagiuri e Davis, 1996). Tra i vantaggi si annoverano le prospettive di medio lungo termine che caratterizzano le imprese familiari, le quali non si concentrano sul raggiungimento di obiettivi semestrali e/o annuali, legati alle relazioni finanziarie e alle comunicazioni societarie (Brigham *et al.*, 2014). Tale prospettiva conferisce longevità al *business*, con un'attenzione particolare alle generazioni future, e stabilità nella *leadership* con ridotti costi di agenzia (Jensen e Meckling, 1976) nel rapporto tra *manager* e *shareholder* (Le-Breton Miller e Miller, 2006; Mackie, 2001). In generale, poi, le imprese familiari sono orientate al manteni-

* Il presente capitolo è opera di uno studio congiunto di entrambi gli autori. Tuttavia, ai fini di una ripartizione dei singoli paragrafi, si indica che il primo paragrafo è attribuibile a Marco Allegrini e a Silvia Ferramosca. Si attribuiscono a Silvia Ferramosca anche i paragrafi 1.2, 1.3, 1.4 e 1.5.

mento della reputazione e di un buon posizionamento sul mercato (Patel e Fiet, 2011). Gli azionisti-manager familiari tendono ad identificarsi con l'impresa stessa (Meyer, 2006) a tal fine hanno una forte motivazione ad impegnarsi costantemente nell'organizzazione aziendale (Zellweger *et al.*, 2010) e sono meno propensi a rinnegare le attività non comprese formalmente nelle loro mansioni, conferendo maggior flessibilità alla gestione (Naldi *et al.*, 2007). Infine, i membri della famiglia sono meno spinti a reclamare elevati bonus ed hanno valide motivazioni per aiutare l'impresa in periodi di recessione (Sirmon e Hitt, 2003). Tra gli svantaggi vi è la possibilità che alcuni membri della famiglia siano coinvolti nell'impresa perché predestinati per discendenza (Miller *et al.*, 2003) sebbene le loro aspettative fossero diverse (Ward, 2004), creando conflitti familiari che inevitabilmente si riflettono sul successo (o crisi) aziendale (Le Breton-Miller *et al.*, 2004). Inoltre, sovente sono assenti dei piani di successione formalizzati, determinando gravi difficoltà nella continuazione dell'impresa alla mancanza di un *leader* familiare (Lansberg, 1999), poiché gli eredi non sono preparati, o sono demotivati e meno interessati all'impresa costituita dai loro avi o genitori (Ward, 2004). Peraltro, spesso cariche di rilievo nel *management* vengono ricoperte dai membri familiari, non tanto per le loro capacità, qualifiche ed esperienze, quanto per fenomeni di nepotismo e favoritismi (Pérez-González, 2006; Royer *et al.*, 2008). Da ultimo, si ricorda che nelle imprese familiari di solito sono assenti o comunque destrutturati i sistemi di corporate governance, per cui prevalgono i rapporti personali e la fiducia sui classici controlli svolti da commissioni formate *ad hoc* (e.g. *remuneration committee*, *audit committee* e così via) (Poppo e Zanger, 2002; Steier, 2001).

Utilizzando il *framework* della teoria del ciclo di vita dell'impresa, il presente contributo mira a verificare se le imprese hanno una differente propensione alla perequazione del reddito in funzione del ciclo di vita aziendale e nelle imprese familiari della generazione che controlla e gestisce l'impresa. In altre parole, la domanda di ricerca che si mira rispondere è la seguente: Le imprese nei cicli di vita successivi al primo e le imprese familiari controllate da generazioni successive alla prima hanno una propensione alle pratiche di *earnings smoothing* (i.e. perequazione del reddito) differente rispetto alle imprese familiari e non controllate dal fondatore/i?

La motivazione principale di questo studio risiede nella rilevanza delle imprese familiari e nelle scarse evidenze empiriche in tema di scelte di *financial accounting* operate dalle stesse. Il *family business* è diventato un campo d'indagine estremamente florido¹. Non a caso, numerose università in giro per il mondo hanno istituzionalizzato degli specifici corsi sul tema del *family business* (Zellweger, 2017).

Da un punto di vista dell'impatto economico, poi, il *family business* in tutto il mondo

¹ Facendo una ricerca su google con la locuzione "*family business*" derivano più di 110.000.000 risultati, che sono quasi il doppio dei risultati che derivano dalla ricerca della più generale tematica di "*corporate governance*" (57.000.000) e ben 26 volte superiori alla specifica tematica di "*earnings management*" (4.220.000). Tali dati si riferiscono ad aprile 2017.

riveste un ruolo di primaria importanza rappresentando circa i due terzi di tutte le imprese mondiali (John Davis, Harvard Business School) e generando annualmente tra il 70 e il 90 percento del PIL mondiale ². Nella maggior parte dei paesi le imprese familiari oscillano tra il 70 e il 95 percento di tutte le organizzazioni commerciali. Circa l'85 percento delle imprese start-up viene costituito ed avviato grazie agli investimenti che vengono effettuati con i risparmi della famiglia e/o di amici della stessa famiglia (European Family Businesses, 2012). L'Italia rappresenta poi un campione ideale sul quale svolgere le analisi empiriche considerata l'abbondanza di imprese familiari, l'elevato grado di concentrazione proprietaria e i deboli sistemi di corporate governance che spesso caratterizzano le nostre imprese (Greco *et al.*, 2015; Prencipe *et al.*, 2008, 2011).

Il presente capitolo analizza dapprima alcune delle principali definizioni di *family firm* accordate dalla letteratura precedente (1.2.). Il paragrafo 1.3. esplora poi la letteratura sul legame tra impresa familiare e qualità degli utili sviluppando la domanda e le ipotesi di ricerca. Successivamente, viene presentata la ricerca empirica con la selezione del campione di studio (1.4.1.), i modelli econometrici utilizzati (1.4.2.), i risultati dell'analisi descrittiva e bivariata (1.4.3.) e i risultati dell'analisi di regressione multivariata (1.4.4.). Da ultimo, illustriamo le conclusioni con le limitazioni allo studio e alcune indicazioni per la ricerca futura (1.5.).

1.2. DEFINIZIONE DI IMPRESA FAMILIARE: UN ENIGMA IRRESOLUBILE

La definizione di impresa familiare può dipendere da numerosi fattori e richiede una conoscenza olistica che comprende i campi del e.g. *management, business, finance, organization, psychology, strategy*, solo per citarne alcuni. Quando si parla di *family business*, infatti, non bisogna dimenticare che si sottintendono due principali sfere: La "famiglia" e l'"impresa" (Dyer e Handler, 1994). La sfera della "famiglia" comprende la gestione di tutte le relazioni familiari ed extrafamiliari che si instaurano tra i membri della famiglia che sono coinvolti nell'impresa ed altri *stakeholder*, oltre che delle aspettative, dei possibili conflitti, delle regole e dei valori. La sfera dell'"impresa", dal lato suo, riguarda la gestione e il controllo dell'impresa che sono rivolti in linea generale alla creazione di valore. Si intuisce come la definizione di impresa familiare costituisca una questione di ampio dibattito. Sebbene non vi sia consenso su una definizione unanime vi sono però numerosi tentativi definitivi del fenomeno (Chrisman *et al.*, 2005; Handler, 1989; Klein *et al.*, 2005; Shanker e Astrachan, 1996; Sharma e Nordqvist, 2008). La letteratura precedente ha sviluppato due principali approcci definitivi: 1) "*essence-based*"; e 2) "*component-based*" (Sharma *et al.*, 2012). Il primo osserva i comportamenti, le relazioni e le risorse che i membri della famiglia

² Si confronti <http://www.ffi.org/page/globaldatapoints>.

adottano e conferiscono nell'impresa, mentre il secondo, prevede la presenza di alcuni componenti minimi (e.g. percentuali di proprietà, *management* e controllo dell'impresa, generazioni coinvolte) (Zellweger *et al.*, 2010). In pratica seguendo l'approccio teorico (o *essence-based*) un'impresa è considerata familiare quando viene controllata e gestita con l'intenzione di perseguire la visione del *business* delineata da una coalizione dominante, rappresentata dalla famiglia, che è potenzialmente sostenibile attraverso le generazioni future (Chua *et al.*, 1999). La discrezionalità e le difficoltà di basare la definizione sul comportamento e/o le intenzioni della famiglia hanno spinto gran parte della letteratura a preferire l'approccio più operativo fondato sulle componenti generalmente ravviste in: Proprietà, *management* e fase generazionale. Si intuisce che la principale differenza consiste nella *ratio* della definizione stessa; se l'approccio teorico pone come necessario ma non sufficiente il coinvolgimento della famiglia, nell'approccio per componenti il verificarsi di un elemento, sia esso rappresentato dalla percentuale di proprietà, dai membri della famiglia coinvolti nella gestione o dalla fase generazionale, è sufficiente per definire un'impresa come familiare (Chrisman *et al.*, 2005). Di conseguenza, tale secondo approccio è facilmente "operazionalizzabile" e si presta ad una maggiore adozione dando vita ad una molteplicità di definizioni. Alcuni studi addirittura utilizzano un ventaglio di definizioni eterogenee. Per esempio, Astrachan e Shanker (2003) creano una triplice definizione, dove la più stringente richiede la partecipazione di plurime generazioni e più di un membro della famiglia con responsabilità gestorie. Allouche *et al.* (2008), invece, distinguono tra imprese familiari con un controllo forte e con un controllo debole. Quando i membri della famiglia sono tra i principali azionisti e detengono posizioni di *top management* si verifica un controllo forte della famiglia. Mentre, quando i membri della famiglia sono tra i principali azionisti ma non dispongono di posizioni di *top management*, o quando detengono le posizioni di *top management*, ma non sono tra i principali azionisti, il controllo della famiglia è considerato debole. Anche Giovannini (2010) e Yu e Zheng (2012) hanno suddiviso le imprese familiari secondo il grado di coinvolgimento generazionale, in quelle che hanno un forte o un debole coinvolgimento familiare. Le prime sono quelle con più generazioni o fratelli e/o cugini coinvolti nel *business*, mentre le seconde includono quelle aziende dove solo la famiglia fondatrice e i loro coniugi sono coinvolti nella gestione del *business*.

Ai fini del presente studio utilizziamo l'approccio per componenti e definiamo un'impresa familiare al verificarsi di una delle due seguenti condizioni: 1) La famiglia detiene almeno il cinque per cento delle partecipazioni dell'impresa; e/o 2) almeno un membro della famiglia è coinvolto in ruoli *C-suite*³.

³ Con la locuzione "*C-suite*" ci si riferisce alle posizioni di più alto livello detenute nel *management* e controllo dell'impresa che spesso sono precedute dalla lettera "C", come ad esempio, CEO (*Chief Executive Officer*), CFO (*Chief Financial Officer*), COO (*Chief Operating Officer*) e CIO (*Chief Information Officer*).

1.3. IMPRESA FAMILIARE E QUALITÀ DEGLI UTILI

Le politiche di *earnings management* nelle imprese familiari sono state prevalentemente spiegate adottando la prospettiva dell'*agency theory* (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976). Nelle imprese familiari, se da un lato si assiste ad una riduzione dei tipici conflitti di agenzia di Tipo I (Le-Breton Miller e Miller, 2006), cioè tra *manager* ed azionisti, d'altro lato, si possono verificare situazioni in cui i conflitti di agenzia si instaurano tra azionisti di controllo (famiglia) e azionisti di minoranza, intensificando i conflitti di agenzia di Tipo II (Fan e Wong, 2002).

La dottrina inoltre ha spesso sfruttato la *socioemotional wealth theory* (teoria della ricchezza socioemozionale) per esplorare le scelte contabili delle imprese familiari (Gomez-Mejia *et al.*, 2011; 2014; Martin *et al.*, 2016). Tale teoria deriva da una generale estensione della teoria comportamentale dell'agenzia (Berrone *et al.*, 2012). Essa suggerisce che la famiglia controllante intende mantenere la dotazione socioemozionale evitando qualsiasi minaccia che possa metterla a rischio. Diversamente dalla teoria dell'agenzia, i membri della famiglia sono più avversi al rischio della perdita del patrimonio socioemozionale rispetto al rischio derivante da perdite prettamente economico-finanziarie (Gomez-Mejia *et al.*, 2010). La dotazione socioemozionale, difatti, include anche valori non finanziari come l'identificazione e l'impegno nell'azienda (Dyer e Whetten, 2006; Gomez-Mejia *et al.*, 2007), il trasferimento dei valori familiari, il senso di appartenenza, l'influenza familiare (Baron, 2008), e i legami sociali e familiari (Cruz *et al.*, 2012; Miller *et al.*, 2009). Tale teoria, se da un lato si avvicina alla *stewardship theory* poichè permette la cooperazione e la collaborazione per raggiungere obiettivi finanziari e non finanziari, d'altra parte, si accosta alla teoria dell'agenzia, conducendo a comportamenti opportunistici per salvaguardare la ricchezza socioemozionale (Prencipe *et al.*, 2014). Per esempio, nell'ambito della teoria socioemozionale Achleitner *et al.* (2014) indicano che le imprese familiari manipolano strategicamente gli utili, evitando attività di *real earnings management* poichè ostacolano il valore a lungo termine dell'impresa, mentre preferiscono politiche di *accrual earnings management* poichè aiutano a mantenere il controllo transgenerazionale. Tuttavia, secondo Gomez-Mejia (2011) per i membri familiari la possibile perdita reputazionale o di immagine nel caso in cui le pratiche di *earnings management* venissero scoperte supererebbe qualsiasi miglioramento (o *earnings make-up*) dei risultati.

Sebbene le teorie dell'agenzia e della ricchezza socioemozionale siano i *framework* maggiormente impiegati per esaminare il rapporto tra imprese familiari e scelte contabili, vi sono teorie alternative utili per rappresentare altrettanto efficacemente le peculiarità delle imprese familiari (Corbetta e Salvato, 2004).

Una teoria rilevante per la tematica in questione è quella del ciclo di vita dell'organizzazione (*life cycle theory*) (Franks *et al.*, 2012; Gersick, 1997; Moores, 2009; Peiser and Wooten, 1983). Il ciclo di vita dell'impresa familiare può influenzare i costi

di agenzia, si pensi alla relazione tra le generazioni successive e il *management* che cambia da quella stabilita tra il fondatore e lo stesso *management*. Le generazioni successive potrebbero avere un minor grado di influenza sulla gestione e i conflitti di agenzia di Tipo I in tale ambito si acquiscono nuovamente. Inoltre, gli incentivi alle politiche di *earnings management* possono cambiare a seconda della generazione che controlla l'impresa.

Gersick *et al.* (1990) suggeriscono che dal momento in cui il controllo del fondatore viene trasferito alla seconda e alle generazioni successive, la struttura organizzativa aziendale e le procedure divengono più formali. Di conseguenza, risulta di primaria importanza valutare l'impatto – positivo, negativo o nessun impatto – delle dinamiche generazionali sulle scelte contabili delle imprese, e nello specifico sulle politiche di perequazione del reddito. Ciononostante, la letteratura accademica sul *family business* ad oggi ha esplorato la teoria del ciclo di vita per verificare il passaggio generazionale (Miller *et al.*, 2003), o in studi di *management accounting* per verificare l'impatto del ciclo di vita dell'impresa sui sistemi contabili e di controllo (Giovannoni *et al.*, 2011; Moores e Mula, 2000).

Come indicato, le imprese familiari possono cambiare nel tempo in funzione di tre dimensioni: Proprietà, famiglia e impresa. Appena l'impresa familiare si sposta in una nuova fase su qualsiasi dimensione, assume una nuova forma, con nuove caratteristiche (Gersick, 1997). Ad esempio, quando la proprietà del solo fondatore si estende ai fratelli, il ruolo che ciascun fratello assume può fornire loro diversi (dis-)incentivi alla perequazione del reddito e alla più generale manipolazione degli utili. Inoltre, quando nell'impresa collaborano varie generazioni, potrebbero emergere approcci divergenti e.g. nella *voluntary disclosure*, in quanto la generazione più anziana tendenzialmente preferisce trasmettere un'immagine tradizionale dell'impresa, mentre le generazioni più giovani sono più inclini ad aumentare la trasparenza (Schuman *et al.*, 2010). Infine, le imprese start-up nascono spesso grazie ai risparmi che il fondatore decide di investire personalmente, mentre nel ciclo di vita successivo è più frequente il ricorso ai prestiti di investitori esterni (e.g. banche, *private equity*, altri creditori) per finanziare l'espansione dell'attività. Intersecando a queste osservazioni gli studi di *financial accounting* sulla relazione tra l'indebitamento e la manipolazione degli utili (e.g. Graham *et al.*, 2008; Jaggi e Lee, 2002) formuliamo la prima ipotesi:

Ipotesi 1 (HP1): *Ceteris paribus*, è meno probabile che le imprese nel primo ciclo di vita (o di prima generazione, nel caso di imprese familiari) utilizzino politiche di perequazione del reddito rispetto alle imprese nei successivi cicli di vita (o di successive generazioni, nel caso di imprese familiari).

Il presente studio indaga poi come i diversi cicli di vita delle imprese (o le diverse generazioni) influenzino le pratiche di *earnings smoothing* nelle imprese familiari e non familiari. A tal fine è utile ripercorrere brevemente la letteratura in tema di ear-

arnings management nel *family business*. Numerosi lavori dimostrano che le imprese familiari riportano una maggiore qualità degli utili derivanti da un minor ricorso ad *abnormal accruals*, una maggiore informazione e capacità degli utili di prevedere i flussi di cassa futuri, maggiori coefficienti di risposta degli utili, una minore persistenza di componenti transitorie delle perdite, minor ricorso ai *restatement* e una maggior probabilità di informazione riguardo alle notizie negative (Ali *et al.*, 2007; Tong *et al.*, 2008; Wang, 2006). Questi risultati avvalorano l'importanza degli investimenti a lungo termine delle imprese familiari, il loro incentivo a mantenere elevata la reputazione e un più stringente controllo da parte dei *manager* che, nell'insieme, contribuiscono a frenare i comportamenti opportunistici. D'altro canto Ali *et al.* (2007) trovano anche evidenza che le imprese familiari forniscono una riduzione della *disclosure* volontaria delle pratiche di *corporate governance*, mantenendo in tal modo più lontane possibili interferenze degli *outsider*. Nel complesso, però, una migliore *disclosure* sui risultati e sulle notizie negative, contribuiscono a un più ampio *following* e a minori errori da parte degli analisti, oltre che a revisioni delle previsioni meno volatili e ad una migliore liquidità delle azioni delle imprese familiari. Esaminando nello specifico le pratiche di *disclosure* volontaria delle imprese familiari Chen *et al.* (2008) confermano che queste società, anche se forniscono minori previsioni degli utili e informazioni sulle *conference call*, sono, comunque, più inclini a diffondere notizie sugli *earning warnings*. Questo risultato comprova che la proprietà familiare è in certo qual modo maggiormente interessata ai rischi reputazionali e di contenzioso. Similmente, Jiraporn e DaDalt (2009) verificano che le imprese a controllo familiare manipolano gli utili, in termini di ammontare degli accantonamenti discrezionali, in misura significativamente minore rispetto alle imprese non familiari, e Cascino *et al.* (2010) dimostrano che le imprese familiari italiane quotate trasmettono informazioni finanziarie di qualità superiore rispetto alle loro controparti non familiari. Inoltre, essi (2010) dimostrano che la qualità contabile nelle imprese familiari è associata positivamente alla leva finanziaria, all'indipendenza del consiglio di amministrazione e alla qualità del revisore, mentre diversamente dalle imprese non familiari, è negativamente associata alla proprietà istituzionale. Coerentemente all'ipotesi di convergenza degli interessi (o *alignment hypothesis*), Greco *et al.* (2015) hanno documentato che è meno probabile che le imprese familiari sfruttino discrezionalmente le perdite di valore per fini di *earnings management*. In uno studio di Siregar e Utama (2008) sulle imprese familiari quotate alla Borsa di Giacarta gli Autori suggeriscono che più elevata è la proprietà familiare più è probabile che vengano scelte pratiche di *earnings management* efficaci (ovvero, al fine di trasmettere informazioni private), piuttosto che pratiche di *earnings management* opportunistiche (ovvero, per incentivi manageriali). Esplorando i risultati sociali del mercato sulla reputazione aziendale nella manipolazione degli utili Martínez-Ferrero *et al.* (2016) dimostrano che le imprese familiari subiscono meno effetti negativi sulla reputazione aziendale limitando le pratiche di *earnings management* e la correlata perdita di reputazione.

Date tali premesse ci attendiamo quanto segue:

Ipotesi 2 (HP2): *Ceteris paribus*, la proprietà familiare e il coinvolgimento dei membri della famiglia in ruoli *C-suite* sono associati ad un ridotto utilizzo delle politiche di perequazione del reddito rispetto alle imprese non familiari.

Una parte della letteratura, invece, dimostra che le imprese familiari riportano una qualità degli utili più bassa in termini di maggiori valori di *discretionary accruals* (Chi *et al.* 2015; Ding *et al.*, 2011; Jara-Bertin e Lopez-Iturriaga, 2008), informatività degli utili (Ding *et al.*, 2011), e maggiori politiche di *real earnings management* (Razzaque *et al.*, 2016). Vieira (2016), invece, non ha trovato la prova decisiva che le imprese familiari portoghesi quotate siano significativamente diverse negli incentivi alla manipolazione degli utili rispetto alle imprese non familiari. Allo stesso modo, Sáenz González e García-Meca (2013) non hanno trovato un'associazione statisticamente significativa tra *earnings management* e proprietà familiare.

I risultati confliggenti appena riassunti – effetti positivi, negativi e non significativi della proprietà familiare sulla manipolazione degli utili – sono in qualche modo la conseguenza della diversa classificazione delle imprese familiari e, più in generale, del diverso contesto istituzionale considerato negli studi. Ciò è confermato da Gopalan e Jayraman (2012) che suggeriscono che le imprese *insider-controlled* (da leggere come imprese familiari) sono associate ad una maggiore propensione all'*earnings management* nei Paesi in cui vi è una debole protezione degli investitori, mentre sono associate negativamente all'*earnings management* nei Paesi in cui vi è una maggiore protezione degli investitori.

La proprietà familiare influenza anche altri meccanismi di corporate governance. Per esempio, Carey *et al.* (2000) indagano tramite una *survey* le differenze nella domanda di revisione, sia interna che esterna, da parte delle imprese familiari. Gli Autori (2000) indicano che, nel contesto delle imprese familiari, la domanda di revisione interna ed esterna sono concepite come un meccanismo di corporate governance sostitutivo. Tuttavia, l'aumento del livello dei costi di agenzia, misurato dalla percentuale di controllo non familiare e di *manager* non familiari, è associata positivamente alla domanda di revisione esterna mentre non sono significativamente associati alla domanda di revisione interna. Più recentemente, Niskanen *et al.* (2010) ritengono che il ricorso ad un revisore esterno di qualità sia ridotto nelle imprese familiari. Tuttavia, con minore concentrazione proprietaria diviene più probabile che le imprese familiari ricorrano ad un revisore Big-4⁴, poiché aumenta la necessità di meccanismi di controllo esterni per affrontare gli intensificati problemi di agenzia. Così, in linea con l'ipotesi di convergenza degli interessi, Ali e Lesage (2014) su un campione di aziende quotate statu-

⁴ Con il termine Big-4 ci si riferisce ad una delle seguenti maggiori società di revisione esterna: PricewaterhouseCoopers, KPMG, E&Y, e Deloitte.

nitensi dimostrano che quanto più alta è la proprietà della famiglia, minori sono le *audit fee*. I risultati sono anche coerenti con il modello *audit-risk* (Hogan e Wilkins, 2008), in quanto i revisori esterni riducono i compensi dei clienti meno rischiosi; le imprese familiari sono ritenute più affidabili, considerata la ridotta asimmetria informativa e la maggior capacità degli azionisti familiari di controllare il comportamento dei *manager*. Anche Prencipe *et al.* (2011) constatano che non è importante solo la natura dell'azionista dominante, in quanto potrebbero esserci differenze causate da diverse caratteristiche di corporate governance. Infatti, nelle imprese familiari, quando il CEO e il presidente del consiglio di amministrazione sono membri della famiglia, è meno probabile che vengano utilizzate pratiche di *earnings management*. Dal momento che, i dirigenti familiari sono destinati a rimanere in posizioni manageriali nel lungo termine, preferiscono proteggere il loro nome e la loro reputazione piuttosto che ottenere vantaggi a breve termine. Jaggi e Leung (2007) attestano una manipolazione degli utili inferiore nelle imprese in cui vi sia un comitato di controllo e un'alta concentrazione proprietaria, mentre nel caso in cui i membri della famiglia controllano i consigli d'amministrazione, l'efficacia dei comitati di controllo si riduce notevolmente. Allo stesso modo, focalizzandosi sul rapporto tra *earnings management* e indipendenza del consiglio di amministrazione nelle imprese familiari, Prencipe e Bar-Yosef (2011) documentano che maggiore è l'indipendenza dei dirigenti, più debole è l'effetto sulle pratiche di *earnings management*. Inoltre, l'assenza di CEO *duality* nelle imprese familiari è meno efficace nel limitare la manipolazione degli utili e questo effetto più basso è intensificato quando il CEO è un membro della famiglia. Jaggi *et al.* (2009) ritengono che i consigli di amministrazione indipendenti siano associati negativamente alla gestione degli utili ma l'efficacia del consiglio di amministrazione indipendente è ridotta nelle imprese familiari. In altri termini, questi risultati suggeriscono che il controllo della famiglia diminuisce l'efficacia del consiglio di amministrazione nella limitazione dell'*earnings management*.

Si può osservare, come con l'inclusione di ulteriori variabili di corporate governance sull'effetto della proprietà familiare sulla manipolazione degli utili i risultati diventano sempre meno sistematizzati. Per esempio, Chi *et al.* (2015), pur trovando che le imprese familiari sono associate positivamente alla manipolazione degli utili, verificano che questo effetto è moderato dalla percentuale di amministratori indipendenti e aggravato dalla CEO *duality*. In modo coerente con l'effetto di *entrenchment* della proprietà familiare, Yang (2010) appura che un aumento del livello di *insider ownership* è associato ad una maggiore manipolazione degli utili. Inoltre, l'Autore (2010) dimostra che i CEO non familiari sono più inclini a manipolare gli utili rispetto ai CEO di estrazione familiare.

All'interno di questo quadro teorico, Martin *et al.* (2016) indagano sulle decisioni di *earnings management* delle imprese familiari quotate rispetto alle imprese non familiari. In linea con l'ipotesi di identificazione dei membri della famiglia con l'impresa stessa gli Autori (2016) dimostrano che le imprese familiari sono meno propense a manipolare gli utili rispetto alle imprese non familiari poiché si preoccupano in mi-

sura superiore di una possibile perdita reputazionale. Tuttavia, l'identificazione con l'impresa e la ricchezza socioemozionale possono diluirsi all'aumentare della dimensione dell'impresa, perché la famiglia tende a cedere il controllo familiare (Schulze *et al.*, 2003). Infatti, quando la variabile dell'impresa familiare viene intersecata con la dimensione dell'impresa vi è un'associazione positiva con la manipolazione degli utili; in altre parole, più le imprese familiari sono grandi, minori sono le differenze con le imprese non familiari. Infine, indipendentemente dalla presenza di un CEO familiare o non familiare, la durata del mandato di CEO nelle imprese familiari è negativamente associata con la manipolazione degli utili, confermando che l'effetto di *entrenchment* del CEO nelle imprese familiari crea una sorta di obbligo reciproco (o scambio sociale) e il CEO mantiene un comportamento coeso con quello del proprietario, preservando così la ricchezza socioemozionale e scongiurando una possibile perdita reputazionale per la scoperta di pratiche di *earnings management*. Coerentemente a questo studio, Liu *et al.* (2017) riportano che un più elevato coinvolgimento della famiglia sia associato a ridotte pratiche di *accrual earnings management*, ma che non esiste una differenza significativa tra le imprese familiari e non familiari in termini di *real earnings management*. Anche Stockmans *et al.* (2010) sostengono che diverse tipologie di imprese familiari possano influire diversamente sulla direzione e sull'utilizzo degli accantonamenti discrezionali. Difatti, essi (2010) documentano che nel caso di una scarsa performance aziendale, le imprese familiari non quotate di prima generazione sono associate a politiche incrementative di *accrual earnings management*. Al contrario, quando le *performance* della società sono soddisfacenti, le stesse imprese familiari non si intimoriscono di eventuali perdite della ricchezza socioemozionale. Su un campione di società quotate tedesche Achleitner *et al.* (2014) dimostrano che le imprese familiari, al fine di preservare la loro ricchezza socioemozionale, sono meno inclini ad effettuare politiche di *real earnings management*; tuttavia, esse hanno maggiori probabilità di effettuare pratiche riduttive di *accrual earnings management* (cioè in diminuzione degli utili), in modo tale da limitare maggiormente le pressioni degli azionisti sulla distribuzioni dei dividendi, conservando il valore dell'impresa nel futuro in linea con gli orizzonti a lungo termine.

Da ultimo, Pazzaglia *et al.* (2013) enfatizzano come la teoria della ricchezza socioemozionale spieghi le differenze nel ricorso ad un *financial reporting* di qualità derivante dal processo che conduce la famiglia ad ottenere la proprietà. Nello specifico, essi (2013) dimostrano che le imprese familiari dove vi è ancora il fondatore che ha dato origine all'impresa sono meno inclini al ricorso ad un *financial reporting* di minor qualità rispetto alle imprese familiari la cui proprietà è stata acquisita tramite transazioni di mercato. Similmente, Martin *et al.* (2016) concentrandosi sulle imprese familiari di prima generazione (*founding family firms*) verificano che queste sono meno propense alla manipolazione degli utili rispetto alle imprese familiari acquisite o controllate da generazioni successive alla prima. Tale effetto si spiega alla luce della maggiore ricchezza socio-emozionale e da un più spinto orientamento alla crescita nel-

la fase di costituzione dell'impresa, piuttosto che nel successivo ciclo di vita aziendale, motivando i fondatori a limitare la manipolazione degli utili. Inoltre, tali risultati (Martin *et al.*, 2016; Pazzaglia *et al.*, 2013) sono giustificati dal fatto che i proprietari-fondatori delle imprese familiari nutrono una maggiore identificazione con l'azienda stessa. I precedenti studi tuttavia si sono principalmente concentrati sulle politiche incrementative e/o decrementative degli utili, ad eccezione di una recente nicchia di ricerca che verifica le pratiche di *earnings smoothing* nelle imprese familiari (Prencipe *et al.*, 2011). Sulla traccia di tali precedenti studi e muovendo dalla teoria del ciclo di vita dell'impresa ci attendiamo quanto segue:

Ipotesi 3 (HP3): *Ceteris paribus*, le imprese familiari di prima generazione sono associate ad un ridotto utilizzo delle politiche di perequazione del reddito rispetto alle imprese familiari di successive generazioni.

1.4. LA RICERCA EMPIRICA

1.4.1. La selezione del campione

Il campione di riferimento per la nostra analisi è costituito da 793 imprese italiane selezionate dal database Orbis Bureau Van Dijk. Per la selezione del campione abbiamo dapprima ristretto la scelta alle sole imprese attive presenti nel database con sede in Italia (4,038,025). Tra queste abbiamo selezionato esclusivamente quelle che adottano i principi contabili internazionali IAS/IFRS, riducendo il campione a 2,830 imprese. Da queste, al fine di ottenere un campione bilanciato abbiamo escluso tutte le imprese che non avessero almeno 10 anni di bilanci disponibili, ricavando un campione finale di 793 imprese all'anno. Gli anni compresi nell'analisi sono dal 2007 al 2015. Il campione finale, pertanto, risulta composto da 7,137 osservazioni annue, poiché alcuni dati economico-finanziari o di corporate governance del primo anno sono stati utilizzati per la costruzione di talune variabili.

Per i criteri di selezione del campione si confronti la Tabella 1.

Tabella 1. – *Selezione del campione*

		Step	Risultati della ricerca
1.	Tutte le imprese attive presenti nel database	163,549,286	163,549,286
2.	Paese: Italia	4,995,972	4,038,025
3.	Principi contabili: IAS/IFRS (International Financial Reporting Standards)	2,099,346	2,830

Segue

		Step	Risultati della ricerca
4.	Anni con bilanci disponibili: 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009, 2008, 2007	5,068,127	851
5.	Numero di bilanci disponibili: 10 anni	8,192,490	793
	Ricerca con operatori booleani: 1 e 2 e 3 e 4 e 5		
	Numero di imprese comprese nel campione per anno	793	

Tale campione è stato poi suddiviso tra imprese familiari e non familiari. Ai fini della distinzione abbiamo optato per una definizione di impresa familiare ampia, considerando come tale ogni impresa dove almeno un membro della famiglia riveste un ruolo *C-suite*, ovvero dove un membro della famiglia o la famiglia nel complesso detenesse almeno il cinque per cento delle partecipazioni dell'impresa. Data tale definizione sul campione totale di 7,137 imprese, 1,222 imprese, pari al 17.12 per cento dell'intero campione, sono state classificate come imprese familiari.

1.4.2. I modelli econometrici e la descrizione delle variabili

Per verificare l'impatto del ciclo di vita dell'impresa sulle politiche di perequazione del reddito (o *earnings smoothing*), abbiamo stimato dapprima il Modello di regressione 1 sul nostro *panel dataset* bilanciato:

$$ES_{it} = \beta_0 FOUNDER_{it} + \beta_1 SECLATERGEN_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 GEARING_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 E_{it} + \beta_7 TOBINSQ_{it} + \beta_8 FIRMAGE_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} BLOCK_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{it}$$

Modello (1)

Nel modello di regressione 2 abbiamo stimato gli effetti della proprietà familiare e del coinvolgimento dei membri della famiglia in ruoli *C-suite* sulle politiche di perequazione del reddito:

$$ES_{it} = \beta_0 FAM_{it} + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 GEARING_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 E_{it} + \beta_7 TOBINSQ_{it} + \beta_8 FIRMAGE_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} BLOCK_{it} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{it}$$

Modello (2)

I modelli di regressione 3, 4, 5 e 6 verificano gli effetti della generazione dell'impresa familiare sulle politiche di perequazione del reddito:

$$\begin{aligned}
ES_{it} = & \beta_0 FAM_{it} + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 generation_{it} + \beta_3 FAM_{it} \times generation_{it} \\
& + \beta_4 INV_{it} \times generation_{it} + \beta_5 OCF_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} \\
& + \beta_7 GEARING_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 E_{it} + \beta_{10} TOBINSQ_{it} \\
& + \beta_{11} FIRMAGE_{it} + \beta_{12} SIZE_{it} + \beta_{13} SIZE_{it} + \beta_{14} BLOCK_{it} \\
& + \Sigma YEAR + \Sigma INDUSTRY + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Modello (3-4-5-6)

La variabile *generation* assume nei modelli di regressione 3, 4, 5 e 6 il differente stadio generazionale dell'impresa investigato. Rispettivamente nel modello 3 intendiamo con *generation* esclusivamente la variabile FOUNDER, nel modello 4 la variabile SECGEN, nel modello 5 la variabile SECLATERGEN, e nel modello 6 SECFOURTHGEN. Nel paragrafo successivo vi è la definizione di tutte le variabili.

Da ultimo, nel modello di regressione 7 abbiamo stimato gli effetti includendo tutte le variabili esplicative utilizzate nei modelli precedenti:

$$\begin{aligned}
ES_{it} = & \beta_0 FAM_{it} + \beta_1 INV_{it} + \beta_2 FOUNDER_{it} + \beta_3 FAM_{it} \times FOUNDER_{it} + \\
& \beta_4 INV_{it} \times FOUNDER_{it} + \beta_5 SECGEN + \beta_6 FAM \times SECGEN + \beta_7 INV \times \\
& SECGEN + \beta_8 SECLATERGEN + \beta_9 FAM \times SECLATERGEN + \beta_{10} INV \times \\
& SECLATERGEN + \beta_{11} SECFOURTHGEN + \beta_{12} FAM \times SECFOURTHGEN + \\
& \beta_{13} INV \times SECFOURTHGEN + \beta_{14} OCF_{it} + \beta_{15} GROWTH_{it} + \\
& \beta_{16} GEARING_{it} + \beta_{17} ROA_{it} + \beta_{18} E_{it} + \beta_{19} TOBINSQ_{it} + \beta_{20} FIRMAGE_{it} + \\
& \beta_{21} SIZE_{it} + \beta_{22} SIZE_{it} + \beta_{23} BLOCK_{it} + \Sigma YEAR + \Sigma INDUSTRY + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Modello (7)

La variabile dipendente (ES) è la misura delle politiche di *earnings smoothness* (o perequazione del reddito) delle imprese. Tale proxy è determinata con il rapporto tra la deviazione standard degli utili e la deviazione standard dei flussi di cassa di ciascuna impresa. Si intuisce che più è basso il ratio ES più le imprese sono inclini ad effettuare politiche di bilancio perequative del reddito (Dechow *et al.*, 2010).

Le variabili esplicative che vengono utilizzate sono quelle che misurano la percentuale di partecipazioni detenute dalla famiglia (FAM) (Miller *et al.*, 2007; Poutziouris *et al.*, 2015) e il numero di membri della famiglia coinvolti in posizioni cosiddette *C-suite* (INV) (Villalonga e Amit, 2006), oltre a quelle che approssimano il ciclo di vita dell'impresa (o la generazione coinvolta nell'impresa, in caso di *family firm*). In particolare, le variabili che riguardano la generazione coinvolta (o il ciclo di vita dell'impresa) sono tutte dicotomiche ed assumono il valore di 1 quando l'impresa è stata costituita da meno di 30 anni, approssimando per il primo ciclo di vita dell'azienda o per la prima generazione nel caso di *family business* (FOUNDER) (Arrondo-García *et al.*, 2016); quando l'impresa ha un'età compresa tra i 30 e i 60 anni approssimiamo per il ciclo di vita successivo al primo e per la seconda generazione (SECGEN) (Gar-

cia-Castro e Aguilera, 2014); per le generazioni successive alla seconda (o per tutti i cicli di vita dell'impresa successivi a quello iniziale) quando l'impresa è stata costituita da più di 30 anni (SECLATERGEN) e infine quando le imprese coinvolgono dalla seconda alla quarta generazione, ovvero, con data di costituzione successiva ai 30 anni ma anteriore ai 120 anni (SECFOURGEN) (Gersick *et al.*, 1997).

Tra le variabili di controllo abbiamo incluso la variazione dei ricavi sul totale dell'attivo (GROWTH) (Achleitner *et al.*, 2014), il flusso di cassa operativo (OCF), gli utili netti (E), l'indice *return on assets* determinato col rapporto tra utili ante imposte e totale attivo (ROA), la capitalizzazione di mercato sul totale attivo dell'impresa (TOBINSQ) (Anderson *et al.*, 2012) e il grado di indebitamento misurato dal totale delle passività non correnti e debiti finanziari sul patrimonio netto (GEARING) (Carpenter *et al.*, 1998). Inoltre, abbiamo considerato l'età dell'impresa (FIRMAGE), il logaritmo naturale del totale dell'attivo per le dimensioni (SIZE) e se è presente almeno un investitore diverso dalla famiglia con una percentuale di partecipazioni superiore al cinque per cento (BLOCK) (Anderson *et al.*, 2012). Infine, abbiamo incluso gli effetti fissi per ciascun anno compreso nel nostro campione e per ciascun settore identificato secondo la NACE, ovvero la classificazione europea delle attività economiche produttive.

Nella tabella 2 si trova la definizione di tutte le variabili con la loro funzione e il modello econometrico nel quale vengono impiegate.

Tabella 2. – Variabili, definizioni e funzioni

Variabile	Definizione	Funzione	Modello
FOUNDER	Impresa costituita da meno di 30 anni.	Test HP1 e HP3	Modelli 1, 3, 7
SECLATERGEN	Impresa costituita da oltre 30 anni.	Test HP1 e HP3	Modelli 1, 5, 7
FAM	% di partecipazioni detenuta dai membri della famiglia.	Test HP2 e HP3	Modelli 2, 3, 4, 5, 6, 7
INV	Numero di membri della famiglia coinvolti in ruoli <i>C-suite</i> .	Test HP2 e HP3	Modelli 2, 3, 4, 5, 6, 7
SECGEN	Impresa costituita da più di 30 anni e meno di 60 anni.	Test HP3	Modelli 4, 7
SECFOURGEN	Impresa costituita da più di 30 anni e meno di 120 anni.	Test HP3	Modelli 6, 7
ES	$\sigma(\text{Utili}) / \sigma(\text{Flussi di cassa})$ (1) Dove: $\sigma(\text{Utili})$: deviazione standard degli utili nel periodo t ; e $\sigma(\text{Flussi di cassa})$: deviazione standard dei flussi di cassa nel periodo t .	Variabile dipendente	Modelli 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
GROWTH	Variazione dei ricavi dal periodo t al periodo $t-1$ divisi per il totale attivo al periodo $t-1$.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7
OCF	Flusso di cassa operativo.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7

Variabile	Definizione	Funzione	Modello
E	Utili.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7
ROA	$(\text{Utili ante imposte} / \text{Totale attivo}) \times 100$.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7
TOBINSQ	Capitalizzazione di mercato/Totale attivo.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7
GEARING	$(\text{Passività non correnti} + \text{Debiti finanziari}) / \text{Patrimonio netto} \times 100$.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7
FIRMAGE	Età dell'impresa misurata in anni dalla data di costituzione.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7
SIZE	Logaritmo naturale del totale attivo.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7
BLOCK	Variabile <i>dummy</i> , 1 se c'è almeno un investitore diverso dalla famiglia che detiene più del 5% della proprietà dell'impresa; 0 altrimenti.	Variabile di controllo	Modelli 1, 2, 3 4, 5, 6, 7

1.4.3. Risultati dell'analisi descrittiva e dell'analisi bivariata

La tabella 3 mostra le statistiche descrittive (media, deviazione standard, minimo e massimo) delle variabili utilizzate per il nostro campione di riferimento, distinguendo le stesse nei due sottocampioni di riferimento: imprese familiari e imprese non familiari. Inoltre, abbiamo effettuato il test delle differenze nelle medie tra le imprese familiari e quelle non familiari.

Le statistiche evidenziano che vi sono significative differenze tra i due sottocampioni, tuttavia la nostra variabile dipendente ES non appare significativamente differente ma si può notare che mediamente nelle imprese familiari è leggermente più elevata. Altre differenze significative si possono osservare con riferimento alle variabili del ciclo di vita aziendale; notiamo che mediamente è più probabile che le imprese non familiari siano al primo ciclo di vita (FOUNDER), mentre quelle familiari hanno valori medi della seconda generazione (SECGEN) più elevati, attestando la longevità e le prospettive a medio lungo termine delle imprese familiari. Con riferimento al livello di indebitamento (GEARING) si osserva che nelle imprese familiari esso risulta essere mediamente più alto. Inoltre, le imprese familiari hanno delle performance economiche mediamente inferiori rispetto alle controparti non familiari che presentano un ROA mediamente più elevato. In linea con tale risultato anche gli utili (E) risultano mediamente più elevati nelle imprese non familiari. Con riferimento all'età dell'impresa (FIRMAGE) si può vedere che mediamente essa è 29 anni indistintamente nelle imprese familiari che non, con valori massimi dalla data di costituzione che oscillano tra 166 e 153 anni. Da ultimo, non esistono nel nostro campione differenze significative in termini di dimensione delle imprese considerate (SIZE), mentre mediamente la presenza di altri rilevanti stakeholder (BLOCK) è più probabile nelle imprese non familiari.

Tabella 3. – Statistiche descrittive per il campione, per le imprese non familiari e per le imprese familiari. Test delle differenze nelle medie tra le imprese non familiari e le imprese familiari

Variabile	Campione					Non Family Firm					Family Firm					t-test
	N	Media	Dev. St.	Min	Max	N	Media	Dev. St.	Min	Max	N	Media	Dev. St.	Min	Max	
ES	1341	5.419	7.190	0.503	68.836	1062	5.392	7.387	0.503	68.836	279	5.521	6.397	0.897	34.344	-0.128
FAM	7137	0.044	0.158	0.000	1.000	5915	0.000	0.001	0.000	0.040	1222	0.257	0.303	0.000	1.000	-0.256***
INV	7137	0.273	1.043	0.000	17.000	5915	0.018	0.212	0.000	6.000	1222	1.505	2.075	0.000	17.000	-1.486***
FOUNDER	7137	0.692	0.462	0.000	1.000	5915	0.700	0.458	0.000	1.000	1222	0.651	0.477	0.000	1.000	0.050***
SECGEN	7137	0.206	0.405	0.000	1.000	5915	0.191	0.393	0.000	1.000	1222	0.278	0.448	0.000	1.000	-0.087***
OCF	455	228.000	131.491	1.000	455.000	326	231.856	129.004	1.000	454.000	129	218.256	137.611	7.000	455.000	13.600
GROWTH	1240	620.500	358.102	1.000	1240.000	979	624.994	360.533	2.000	1240.000	261	603.644	348.994	1.000	1237.000	21.350
GEARING	6637	146.575	165.852	0.000	998.818	5503	144.658	163.820	0.000	998.818	1134	155.877	175.155	0.000	976.217	11.219**
ROA	7121	1.990	11.119	-89.781	88.886	5902	2.110	11.350	-86.060	88.886	1219	1.408	9.912	-89.781	50.407	0.701**
E	1395	694.124	400.475	1.000	1386.000	1108	711.995	397.834	1.000	1386.000	287	625.132	403.844	6.000	1373.000	86.862***
TOBINSQ	1320	0.549	0.631	0.000	6.570	1039	0.557	0.656	0.000	6.570	281	0.520	0.528	0.000	3.360	0.037
FIRIMAGE	7137	29.131	26.784	0.000	166.000	5915	29.061	27.667	0.000	166.000	1222	29.469	22.028	0.000	153.000	-0.408
SIZE	1395	6.243	0.988	0.000	7.240	1108	6.252	0.987	0.000	7.240	287	6.211	0.994	0.693	7.238	0.040
BLOCK	7137	0.633	0.482	0.000	1.000	5915	0.698	0.459	0.000	1.000	1222	0.318	0.466	0.000	1.000	0.380***

*, **, e *** rappresentano i livelli di significatività rispettivamente al 0.1, 0.05 e 0.01.

Le imprese familiari sono definite come quelle imprese dove almeno un membro della famiglia ha un ruolo C-suite, o dove un membro della famiglia o la famiglia nel complesso detiene almeno il 5% della proprietà.

Dall'analisi bivariata della matrice di correlazione di Pearson (Tabella 4) possiamo constatare che le imprese dal ciclo di vita successivo al primo sino al quarto (SECFOURTHGEN), ovvero costituite da più di 30 anni e meno di 120 anni, quelle di maggiori dimensioni (SIZE) e quelle con altri *blockholder* (BLOCK) sono negativamente associate all'indice di *earnings smoothing* (ES). Ciò evidenzia, la maggior propensione di tali imprese a manipolare gli utili ai fini perequativi. A conferma di quanto detto sopra, la matrice evidenzia una correlazione positiva tra l'indice di indebitamento (GEARING) e la proprietà familiare (FAM) e una correlazione negativa tra la presenza di altri rilevanti *stakeholder* (BLOCK) e la proprietà familiare (FAM). Si evidenzia, poi, come la variabile relativa al coinvolgimento dei membri della famiglia in ruoli *C-suite* (INV) sia positivamente correlata a tutte le variabili generazionali successive alla prima (SECGEN, SECLATERGEN, SECFOURTHGEN), facendo inferire che mano a mano che l'impresa coinvolge più generazioni, sempre più membri della famiglia assumono posizioni di rilievo nel management e controllo dell'impresa. Al contrario, nella prima fase di vita dell'azienda la variabile INV è negativamente correlata con la variabile FOUNDER, il che fa intendere che nel primo ciclo di vita aziendale tendenzialmente è solo il fondatore che gestisce le attività. Inoltre, in questo stadio iniziale come potevamo attenderci le dimensioni aziendali risultano essere più contenute, dimostrato dalla correlazione negativa con la variabile SIZE, la quale è invece positivamente correlata con gli stadi di vita dell'impresa successivi (SECLATERGEN e SECFOURTHGEN). Anche da un punto di vista delle performance aziendali, il ciclo di vita dell'impresa sembra avere un impatto. Si può rilevare infatti che la variabile ROA è positivamente correlata con FOUNDER e negativamente con SECLATERGEN e SECFOURTHGEN. Tali brevi premesse corroborano e giustificano l'utilizzo della teoria del ciclo di vita dell'azienda ed introducono all'analisi multivariata esposta nel paragrafo successivo.

Tabella 4. – Matrice di correlazione di Pearson

	ES	FAM	INV	FOUN- DER	SECGEN	SECLA- TERGEN	SEC- FOUR- THGEN	OCF	GROWTH	GEA- RING	ROA	E	TO- BINSQ	FIRMA- GE	SIZE	BLOCK
ES	1															
FAM	0.000	1														
INV	0.000	0.110***	1													
FOUNDER	0.040	-0.020**	-0.020*	1												
SECGEN	-0.030	0.060***	0.040***	-0.760**	1											
SECLATERGEN	-0.040	0.020**	0.020*	-1.000	0.760***	1										
SECFOURTHGEN	-0.110***	0.040***	0.030**	-0.910***	0.770***	0.910***	1									
OCF	-0.180***	-0.100**	0.060	-0.050	0.120**	0.050	0.050	1								
GROWTH	-0.020	0.020	-0.080***	0.010	0.050	-0.010	0.020	0.060	1							
GEARING	-0.110***	0.050***	-0.020*	0.000	0.000	0.000	0.010	-0.140***	-0.030	1						
ROA	0.010	-0.010	0.000	0.030***	0.000	-0.030***	-0.030***	0.430***	0.150***	-0.230***	1					
E	0.000	-0.060**	-0.010	-0.120***	0.170***	0.120***	0.090***	0.520***	0.100***	-0.150***	0.520***	1				
TOBINSQ	0.030	0.000	0.020	0.120***	-0.020	-0.120***	-0.090***	0.120***	0.140***	-0.280***	0.270***	0.120***	1			
FIRIMAGE	0.060**	-0.010	0.010	-0.750***	0.250***	0.750***	0.560***	-0.030	-0.070**	-0.010	-0.040***	0.020	-0.120***	1		
SIZE	-0.070***	0.000	-0.060**	-0.060**	0.050*	0.060**	0.080***	-0.060	-0.040	0.050*	-0.050*	-0.080***	-0.040	0.030	1	
BLOCK	-0.080***	-0.370***	-0.010	0.000	-0.010	0.000	0.010	0.130***	-0.040	-0.130***	0.070***	0.130***	0.020	0.000	0.040	1

*, **, e *** rappresentano i livelli di significatività del p-value rispettivamente al 0.1, 0.05 e 0.01.

1.4.4. Risultati empirici dell'analisi multivariata

La tabella 5 presenta i risultati dell'analisi multivariata di tutti i modelli esposti. In sintesi, possiamo osservare che le ipotesi 1 e 3 sono state entrambe confermate, mentre l'ipotesi 2 viene rigettata.

Muovendo dall'ipotesi 1, avevamo assunto che fosse meno probabile che le imprese al primo ciclo di vita aziendale utilizzassero politiche perequative del reddito. Come dimostrano i risultati (Tabella 5, Modello 1) la variabile esplicativa FOUNDER è positivamente associata al ratio di *income smoothing* (ES) ($p\text{ value} < .01$). Come anticipato, a più bassi livelli del ratio ES corrisponde un più elevato utilizzo di politiche di perequazione. A conferma del risultato appena riportato, si può vedere che la variabile SECLATERGEN, rappresentativa delle imprese dal secondo ciclo di vita in poi (o seconda generazione nelle imprese familiari) è negativamente associata all'indicatore di ES ($p\text{ value} < .01$). In altre parole, è più probabile che le imprese costituite da almeno 30 anni utilizzino politiche di perequazione del reddito. Tale risultato può essere spiegato alla luce della *life-cycle theory*, laddove le imprese nella prima fase sono più inclini a costruire le fondamenta per lo sviluppo futuro, devono ancora farsi conoscere sul mercato, conquistare la fiducia degli *stakeholder*, e ancora non hanno l'attenzione degli *outsider* sui risultati. Tali imprese, pertanto, non hanno ancora motivazioni forti per comunicare risultati costanti nel tempo e utilizzare politiche di *income smoothing*. Di contro, le imprese nelle fasi successive puntano alla crescita dimensionale e al rafforzamento sul mercato (Gersick, 1997). Spesso la crescita al secondo stadio di vita aziendale è permessa grazie al finanziamento di terzi creditori che indubbiamente preferiscono investire in aziende i cui risultati sono costanti o in leggera crescita, piuttosto che in imprese con risultati fortemente oscillanti, le quali vengono considerate più rischiose (Moses, 1987).

Costruendo l'ipotesi 2 sugli studi precedenti prevalentemente radicati nella *agency theory* e *socioemotional theory* avevamo ipotizzato che la proprietà familiare e il coinvolgimento dei membri della famiglia in ruoli *C-suite* fossero associati ad un ridotto utilizzo delle politiche di perequazione del reddito rispetto alle imprese non familiari. Tale ipotesi viene rigettata considerando che il ratio di *income smoothing* (ES) è negativamente associato con entrambe le variabili FAM ($p\text{ value} < .05$) e INV ($p\text{ value} < .1$) (Tabella 5, Modello 2). L'evidenza così tracciata si inserisce in quella parte di letteratura che ha dimostrato che le imprese familiari riportano una minor qualità degli utili in termini di maggiori valori di *discretionary accruals* (Achleitner *et al.*, 2014; Chi *et al.* 2015), di informatività degli utili (Ding *et al.*, 2011), e maggiori livelli di *real earnings management* (Razzaque *et al.*, 2016). Al contrario, il risultato si discosta con quanto trovato da Prencipe *et al.* (2011) che mostrano che le imprese familiari quotate italiane ricorrono con meno probabilità al livellamento dei redditi. Giustificando quanto trovato con il disinteresse delle imprese familiari a perequare i redditi per obiettivi a breve termine. Il risultato da noi ottenuto si presta tuttavia ad essere interpretato anche

in via contraria, vale a dire, gli obiettivi di medio lungo termine delle imprese familiari le spingono a segnalare al mercato una costanza nei risultati, sì da ottenere un giudizio di maggior affidabilità (Bouvatier *et al.*, 2014). Inoltre, in uno studio precedente Prencipe *et al.* (2008) avevano dimostrato che le spese di ricerca e sviluppo vengono utilizzate ai fini di *income smoothing* per evitare la violazione dei *covenant* sui debiti. A tal riguardo, è utile ricordare che nelle imprese familiari del nostro campione il livello di indebitamento (GEARING) è mediamente più elevato.

Per concludere, abbiamo ipotizzato (HP3) che le imprese familiari di prima generazione fossero associate ad un ridotto utilizzo delle politiche di perequazione del reddito rispetto alle imprese familiari di successive generazioni. Tale risultato è confermato con riferimento alle variabili di moderazione tra la proprietà familiare (FAM) e le variabili di *generation* (FOUNDER, SECGEN, SECLATERGEN, SECFOURTHGEN) (Tabella 5, Modelli 3, 4, 5, 6). Tuttavia, quando gli effetti di moderazione sono determinati sulla variabile del coinvolgimento dei familiari nel *management* (INV), l'associazione non è significativa. Mentre, nel modello inclusivo di tutte le variabili esplicative troviamo che il coinvolgimento dei membri familiari nel primo e nel secondo ciclo di vita dell'impresa è positivamente associato all'indicatore di *earnings smoothing* (ES), cioè le imprese costituite da meno di 60 anni che hanno coinvolto nel *management* aziendale i membri familiari sono meno inclini ad effettuare politiche perequative dei risultati (Tabella 5, Modello 7).

Tabella 5. – Risultati delle analisi di regressione

Variabili	Life-cycle HP1	Family vs. Non Family HP2	Founder HP3	2 nd Generation HP3	2 nd to later Generations HP3	2 nd to 4 th Generations HP3	Full Model HP3
	Modello (1)	Modello (2)	Modello (3)	Modello (4)	Modello (5)	Modello (6)	Modello (7)
FAM		-6.841** (2.991)	-4.384 (2.951)	0.627 (2.919)	7.070* (3.858)	6.948* (3.728)	-4.360 (14.477)
INV		-1.991* (1.060)	0.396 (0.354)	0.374 (0.337)	0.387 (0.356)	0.312 (0.344)	-14.154* (7.398)
FOUNDER	5.289*** (1.165)		4.309*** (1.252)				-4.745 (5.200)
FAMxFOUNDER			11.455*** (4.219)				13.273 (14.760)
INVxFOUNDER			-0.009 (0.469)				14.444* (7.385)
SECGEN				-0.524 (1.048)			0.092 (3.243)
FAMxSECGEN				-7.616* (4.560)			-9.256 (8.062)
INVxSECGEN				-0.117 (0.443)			3.251* (1.843)
SECLATERGEN	-5.255*** (1.457)				-4.309*** (1.252)		

Variabili	Life-cycle HP1	Family vs. Non Family HP2	Founder HP3	2 nd Generation HP3	2 nd to later Generations HP3	2 nd to 4 th Generations HP3	Full Model HP3
	Modello (1)	Modello (2)	Modello (3)	Modello (4)	Modello (5)	Modello (6)	Modello (7)
FAMxSECLATER-GEN					-11.455*** (4.219)		
INVxSECLATER-GEN					0.009 (0.469)		
SECFOURTHGEN						-4.034*** (0.876)	-7.409*** (2.652)
FAMxSECFOURTHGEN						-10.376*** (3.999)	8.349 (13.737)
INVxSECFOURTHGEN						0.046 (0.463)	10.884 (7.161)
OCF	-0.014*** (0.003)	-0.010*** (0.003)	-0.013*** (0.003)	-0.012*** (0.003)	-0.013*** (0.003)	-0.013*** (0.003)	-0.016*** (0.003)
GROWTH	-0.004*** (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)
GEARING	-0.008*** (0.003)	0.032* (0.017)	-0.008*** (0.003)	-0.009*** (0.003)	-0.008*** (0.003)	-0.008*** (0.003)	-0.007** (0.003)
ROA	-0.055 (0.053)	-0.003 (0.004)	-0.070 (0.055)	-0.048 (0.056)	-0.070 (0.055)	-0.063 (0.054)	-0.078 (0.055)
E	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)
TOBINSQ	0.719 (0.608)	0.159 (0.819)	0.458 (0.623)	0.661 (0.645)	0.458 (0.623)	0.628 (0.614)	0.917 (0.638)
FIRIMAGE	0.102*** (0.0214)	-0.003 (0.012)	0.048*** (0.015)	0.004 (0.011)	0.048*** (0.015)	0.026** (0.011)	0.052 (0.041)
SIZE	0.169 (0.363)	1.227*** (0.400)	0.409 (0.374)	0.247 (0.385)	0.409 (0.374)	0.473 (0.371)	0.489 (0.379)
BLOCK	-0.875 (0.776)	-3.484*** (1.074)	-0.989 (0.983)	-1.295 (1.011)	-0.989 (0.983)	-0.840 (0.972)	-0.915 (0.980)
Costante	-4.561 (13.152)	1.420 (21.950)	0.071 (13.770)	9.815 (13.820)	4.380 (13.670)	1.998 (13.800)	0.672 (15.420)
Osservazioni	411	411	411	411	411	411	411
Numero di anni	5	5	5	5	5	5	5
Effetti fissi settore	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi anno	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Errori standard tra parentesi							
*, **, e *** rappresentano i livelli di significatività del <i>p-value</i> rispettivamente al 0.1, 0.05 e 0.01.							

1.5. CONCLUSIONI

Nel complesso, possiamo concludere che la teoria del ciclo di vita aziendale rappresenta un valido *framework* teorico per dare rilievo alle determinanti della qualità degli utili nelle imprese. Nello specifico, la teoria riveste un ruolo prominente per spiegare il ruolo generazionale nelle scelte contabili delle imprese familiari. Eppure, la

ricerca sul tema è ancora giovane e si presta ad essere ulteriormente sviluppata dagli studi futuri. Sappiamo ancora poco sulle motivazioni che possono spingere le imprese familiari in diversi stadi generazionali alla manipolazione degli utili. Una nicchia della letteratura ha iniziato ad esplorare il tema dal punto di vista della prospettiva della teoria socio-emozionale, giustificando il minor ricorso delle imprese familiari alla prima generazione a politiche di bilancio a causa del maggior attaccamento socio-emozionale, della volontà di mantenere una soddisfacente reputazione e dell'identificazione del fondatore con l'azienda stessa (Martin *et al.*, 2016; Pazzaglia *et al.*, 2013).

Il presente studio contribuisce alla letteratura accademica sia in tema di *family business* che di *accounting*. Ad oggi, infatti, per quanto ne siamo a conoscenza non vi sono ancora studi che indagano il ruolo della generazione nel comportamento delle imprese familiari alla perequazione del reddito.

Abbiamo dimostrato che le imprese, familiari e non, al primo stadio di vita aziendale sono meno inclini ad utilizzare politiche di *earnings smoothing*. Diversamente dalle attese i risultati dimostrano che le imprese familiari e quelle che coinvolgono membri familiari nel *management* aziendale sono negativamente associate all'indicatore di perequazione del reddito, di conseguenza sono più inclini ad effettuare politiche di livellamento dei risultati di esercizio. Tuttavia, quando la variabile della proprietà familiare viene moderata dall'effetto della generazione gli effetti sono differenti. Le imprese familiari di prima generazione utilizzano in misura minore politiche di *earnings smoothing* rispetto alle controparti familiari che si trovano alle successive generazioni.

Con il presente lavoro abbiamo dimostrato che nell'ambito delle scelte contabili assume un ruolo chiave la natura dello *stakeholder* dominante, nel nostro caso la famiglia. Ma vi è di più, all'interno delle stesse imprese familiari si hanno dei comportamenti differenti in relazione allo stadio generazionale dell'impresa, creandosi motivazioni ed incentivi diversi alla corretta comunicazione economico-finanziaria.

Da un punto di vista pratico, questa ricerca può costituire interesse per gli analisti, investitori, *internal* ed *external auditor*, manager, *standard setters*, *regulators* e in generale per tutti gli utilizzatori del bilancio. Lo studio mostra infatti che particolari tipi di *stakeholder* dominanti si traducono in incentivi diversi alla manipolazione degli utili e conseguentemente comportano diversi livelli di *audit risk*, costo del capitale e del debito, trasparenza, affidabilità e così via.

L'analisi svolta non è immune da limitazioni. *In primis*, l'operazionalizzazione delle variabili di *family firm* e di *generation* sono solo delle proxy che non sempre riescono a catturare il livello di *familiarità* dell'impresa e lo stadio generazionale della stessa (Frank *et al.*, 2016; Zellweger *et al.*, 2010). Inoltre abbiamo utilizzato una sola misura di *earnings smoothing*. Infine, una delle preoccupazioni maggiori nella relazione tra *income smoothing*, *generation* e *family firm* è il potenziale errore nei risultati a causa delle differenze sistematiche che esistono tra imprese familiari e non familiari. L'utilizzo di metodi statistici come il *propensity score matching* consente di abbinare