

FAMILY VS NON-FAMILY: UN'ANALISI SULLE PERFORMANCE NEL WINE BUSINESS¹

• CARMEN GALLUCCI

PROFESSORE ASSOCIATO DI FINANZA AZIENDALE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

• GABRIELLA NAVE

PHD STUDENT IN MARKETING E COMUNICAZIONE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI SALERNO

Sommario: 1. Introduzione; 2. *Family business e performance*: quadro teorico di riferimento; 3. Il disegno della ricerca; 3.1 Campione, variabili e metodologia; 3.2 I risultati della ricerca; 4. Conclusioni.

ABSTRACT

This work investigates the performance of Italian wine businesses and aims to verify the family effect on company performance through the variable "family power", measured through the degree of family involvement in ownership and on Board. The study was conducted on 373 firms through a panel data regression model with time fixed effects. The research highlights a positive impact on company performance measured in terms of profitability and leverage.

KEY WORDS Family power | wine family business | performance.

1. Introduzione

Negli ultimi trent'anni, l'evoluzione delle logiche produttive, la definizione di normative e disciplinari riguardanti le modalità di produzione e, soprattutto, l'allargamento dei mercati internazionali hanno profondamente modificato il settore vitivinicolo (Rossi, 2008). In particolare, l'affermarsi dei nuovi *player* sulla scena internazionale (Australia, Cile, Argentina, Nuova Zelanda, etc.), se non ha scardinato le posizioni di forza vantate dai tradizionali produttori europei (Francia, Italia, Spagna e Portogallo), che continuano a detenere quasi la metà della produzione mondiale², ha certamente contribuito a diversificare, oltre che, naturalmente, il prodotto offerto, gli stessi approcci strategici utilizzati per catturare

¹ Nonostante il lavoro sia frutto di riflessioni comuni agli Autori, il lavoro può essere così attribuito: a Carmen Gallucci i § 3, 3.1, 3.2 e 4, a Gabriella Nave i § 1 e 2.

l'attenzione e, dunque, la fedeltà del consumatore. Si confrontano, in pratica, due modelli strategici, per molti versi, antitetici, quello del vino quale prodotto complesso, portatore di valori profondi, legati ai territori (nella duplice accezione di ambiente fisico-naturale e di contenitore di valori culturali e sociali che denotano un certo ambito socio-geografico) e alle persone, e quello del vino quale bene di consumo standardizzabile per raggiungere un pubblico quanto più ampio possibile. Questi due modelli di interpretazione del vino giocano in pratica sulla dicotomia localismo e globalizzazione, due spinte apparentemente opposte, ma che possono integrarsi in modo più o meno perfetto. Da una parte, dunque, si colloca l'impresa impegnata nell'incremento della qualità intrinseca e percepita del prodotto, dedita alla ricerca di nicchie di mercato più o meno ampie che ricercano un consumo qualificato sotto il profilo esperienziale: tale approccio è tipicamente diffuso nelle aree di produzione e di consumo più tradizionali, in sostanza, quelle europee. Dall'altra, invece, si osservano imprese con un approccio spinto di marketing e orientate alla massima diffusione di un prodotto standardizzato, in grado di soddisfare i gusti del consumatore globale: tale orientamento è tipico di quelle aree di produzione emergenti nel panorama internazionale (Mattiacci e Maralli, 2007). In questo scenario, le imprese italiane hanno di fronte a sé numerose opportunità³. Tali opportunità si scontrano, tuttavia, con un'organizzazione settoriale frammentata, in cui la dimensione dei singoli operatori è di tipo medio-piccola, con una gestione, nella maggior parte dei casi, di tipo familiare. Tali caratteristiche sono ritenute da più parti una delle cause principali cui imputare la ridotta capacità degli operatori italiani ad espandere il peso vantato sui mercati globali, anche mediante l'uso di leve che facciano più spinto ricorso a strategie di marketing aggressivo.

In questa prospettiva, l'individuazione dei fattori limitanti e di quelli propulsivi di una efficace azione strategica, spinge verso il bisogno di comprendere più a fondo i meccanismi che incidono sulla *governance* aziendale e in ultima analisi sulle *performance* delle imprese (Sellers-Rubio, 2010). Da questo punto di vista, la ricerca ha l'obiettivo di analizzare le *performance* delle imprese vinicole italiane. Più nel dettaglio, il presente lavoro si focalizza sugli effetti che il *family power*, espresso in termini di grado di coinvolgimento della famiglia nella proprietà e nella gestione, produce sui risultati aziendali.

2. *Family business* e *performance*: quadro teorico di riferimento

Il più antico modello organizzativo d'impresa, quello familiare, nonostante

la sua consistente diffusione nell'economia nazionale ed internazionale⁴, è stato a lungo trascurato nell'ambito degli studi manageriali, a differenza di altri, quali ad esempio quello riconducibile alle *public companies*, rispetto al quale la letteratura teorica ed empirica appare decisamente più vasta.

Solo di recente, autorevoli studiosi e gruppi di ricerca hanno mostrato un forte interesse verso i temi legati all'impresa familiare, alimentando una cospicua letteratura tesa, in particolare, a provare se esista, e come eventualmente agisca, il cosiddetto *familiness* (Habbershon e Williams, 1999). In altre parole, nutrite ricerche hanno indagato se il coinvolgimento di familiari nella proprietà (FIO - *family involvement in ownership*) e/o nella gestione (FIM - *family involvement in management*) possa rappresentare, o meno, un vantaggio competitivo in grado di migliorare le *performance* delle imprese familiari, rispetto alle non familiari⁵. Tuttavia, i risultati ottenuti dalle indagini empiriche non possono essere considerati conclusivi, visto che, per motivi diversi (ampiezza campionaria, indicatori di *performance* utilizzati, etc.), le evidenze offerte non sempre risultano concordanti circa l'esistenza di una chiara e significativa differenza tra imprese familiari e non (Lansberg et al., 1988; McConaughy et al., 2001; Chrisman et al., 2005; Cucculelli e Micucci, 2008; Allouche et al., 2008; Bjuggern e Palmberg, 2010; Block et al., 2011). Nonostante ciò, molti sono gli elementi che, sotto un profilo teorico, contribuiscono a rendere necessari alcuni approfondimenti sul tema, considerato che alcuni aspetti e caratteri riconducibili alla famiglia possono influenzare le dinamiche delle imprese e quindi le relative *performance*.

Prima di addentrarsi, quindi, nella disamina della letteratura manageriale, tesa a cogliere la relazione tra coinvolgimento della famiglia e livello di *performance* realizzato, sembra utile sintetizzare i punti di forza e di debolezza che la letteratura ha evidenziato sulla base di consolidati filoni teorici, quali l'*Agency Theory* (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983), la *Resource Based View* (Habbershon e Williams, 1999; Sirmon e Hitt, 2003; Eddleston et al., 2008) e la *Stewardship Theory* (Davis et al., 1997; Donaldson e Davis, 1991; Eddleston e Kellermanns, 2007; Miller et al., 2008). L'impossibilità di giustificare la relazione tra *performance* e *family effect* attraverso ciascuna singola teoria, ha spinto alcuni studiosi (Le Breton Miller et al., 2011) a proporre di leggere il fenomeno attraverso una lettura complementare delle teorie, al fine di evidenziare quei tratti distintivi delle *family business* in grado di influenzare le *performance*.

I punti di forza, evidenziati dalle teorie, sono riconducibili:

- alla possibilità di ridurre i costi di agenzia legati al controllo dell'impresa: l'esistenza di una proprietà forte e inserita nei meccanismi di governo e

nella gestione dell'impresa riduce, per effetto dell'altruismo e delle relazioni familiari, la possibilità di comportamenti opportunistici, problema tipico delle imprese a proprietà diffusa (Daily e Dollinger, 1991; Chrisman et al., 2004; Corbetta e Salvato, 2004);

- allo sviluppo di una visione strategica di medio/lungo termine, che favorisce la selezione di investimenti di ampio respiro in grado di sostenere, su basi solide, la creazione di valore nel tempo (Miller e Le Breton Miller, 2006; Sraer e Thesmar, 2007);
- alla propensione a tutelare e preservare, anche a beneficio delle future generazioni, l'impresa quale valore della famiglia. L'impresa, infatti, diviene una palestra in cui educare le future generazioni nel segno dei valori fondamentali della famiglia (Casson, 1999);
- allo sviluppo di un capitale relazionale e sociale di elevata qualità, che deriva non solo dai rapporti che l'impresa intrattiene con i diversi *stakeholder*, ma anche dal bagaglio di relazioni e conoscenze, consolidate nel tempo, che la famiglia mette a disposizione dell'impresa (Chua et al., 1999; Olson et al., 2003; Simon e Hitt, 2003);
- alla propensione verso investimenti più efficienti (James, 1999) in grado di ridurre il rischio marginale dell'investimento e il corrispondente costo (Mc Nulty et al., 2002; Zellweger, 2007).

Tuttavia, il legame profondo tra obiettivi della famiglia e dell'impresa produce elementi distintivi non sempre traducibili in punti di forza. A questi punti di forza si associano, infatti, altrettanti punti di debolezza legati:

- alla concentrazione della proprietà che, nelle imprese quotate, riduce l'efficacia del *market for corporate control* (Barclay e Holderness, 1989);
- alla carenza nell'ambito familiare di competenze manageriali adeguate al governo efficace dell'impresa (Piantoni, 1990);
- al perseguimento di strategie di sviluppo eccessivamente protezionistiche che mortificano le potenzialità reali di valore del complesso imprenditoriale (Morris, 1998);
- alla possibile esiguità del patrimonio familiare a sostegno dei piani di sviluppo dell'impresa, accompagnata da una scarsa propensione della famiglia all'apertura della proprietà a soggetti esterni. A tale aspetto si associa anche la ridotta diversificazione del portafoglio di investimenti della famiglia (Morris, 1998);
- ai possibili conflitti familiari che possono riverberarsi negativamente sulla sopravvivenza dell'impresa;
- a comportamenti opportunistici della famiglia, laddove per esempio si utilizzi il meccanismo del gruppo societario e della leva azionaria (Corbetta, 2010);

- ad atteggiamenti improduttivi e finanche deleteri, quali quelli riconducibili al *free riding*, allo *shirking* (Jensen, 1994; Schulze et al., 2001; 2003) e all'*entrenchment effect*⁶ (Morck et al., 1988).

Da quanto, seppur sinteticamente riportato, emerge con chiarezza che la presenza della famiglia nella proprietà e nel *management* può costituire, allo stesso tempo, un vantaggio e/o un limite per la competitività di un'impresa, generando, in tal modo, le condizioni per un "singolare paradosso" (Sciascia e Mazzola, 2008; Moores e Barrett, 2003), dal quale appare piuttosto complesso derivarne, dunque, una legge generale. Tale affermazione è largamente suffragata, come già anticipato, dai controversi risultati cui le ricerche empiriche, condotte a livello nazionale ed internazionale, sono pervenute. Infatti, nonostante i ripetuti tentativi di valutare l'effetto del coinvolgimento della famiglia sui risultati dell'impresa, non si è ancora pervenuti ad una risposta certa ed univoca riguardo il segno della correlazione tra *family business* e *performance*.

Risulta indispensabile precisare che la prevalenza degli studi ha osservato il legame tra *family business* e *performance* su campioni di imprese quotate nei mercati regolamentati. Tale tipo di analisi risulta certamente più conveniente in considerazione della più facile reperibilità di dati e informazioni. Tuttavia, il presente lavoro, indagando il mondo del vino, ovvero un universo variegato e complesso di imprese familiari prevalentemente di piccola e media dimensione, ha inquadrato il fenomeno delle imprese familiari non quotate.

Viepiù, buona parte della letteratura separa anche l'effetto prodotto rispettivamente dal FIO (*Family in Ownership*) e dal FIM (*Family in Management*) sulle *performance*, ciò al fine di ricavare risultati più rappresentativi del legame che ciascuna variabile ha con le *performance* d'impresa.

In particolare, l'indagine condotta su 620 imprese italiane da Sciascia e Mazzola (2008), evidenzia l'esistenza di una relazione quadratica negativa e statisticamente significativa (*U-shaped*) in grado di dimostrare che le *performance* si riducono all'aumentare del coinvolgimento della famiglia nel *management* e tale riduzione è più che proporzionale per livelli di coinvolgimento maggiori. Allo stesso modo, le risultanze della ricerca, condotta da Cucculelli e Micucci nel 2008, evidenziano un impatto negativo sui risultati.

Dal lato della proprietà, Sciascia e Mazzola (2008) altresì evidenziano che la proprietà, concentrata nelle mani di una famiglia imprenditoriale, non impatta in maniera significativa sulle *performance*. Viepiù, in talune circostanze, la famiglia può addirittura ostacolare il raggiungimento degli

obiettivi e dunque avere un impatto negativo sulle *performance* (Rutherford et al., 2008).

In conclusione, è comprensibile come una valutazione teorica dell'effetto "netto" scaturente dai benefici e dagli svantaggi attribuiti all'impresa familiare risulti difficilmente realizzabile, poiché essa presenta un coacervo di caratteri ed elementi di variabilità fortemente contingente, legato alle specifiche caratteristiche dell'impresa, alle dinamiche evolutive del settore di appartenenza e, naturalmente, del contesto geo-politico ed economico-finanziario di riferimento. A ciò si aggiunga, anche ai fini della successiva indagine, che un problema particolare, sia sotto un profilo teorico che empirico, è rappresentato dalla definizione di impresa familiare e dalla sua successiva operazionalizzazione⁷. Tradizionalmente, la letteratura ha fatto riferimento al concetto di impresa familiare, come contrapposto a quello di impresa non familiare. Dunque, le variabili in grado di stabilire quando un'impresa è familiare, pur variamente definite, hanno ruotato intorno ai vettori della proprietà e del governo. Successivamente, Astrachan et. al. (2002) e Klein et al. (2005) hanno proposto un modello più complesso, l'F-PEC, che integra differenti dimensioni e che perviene alla possibilità di identificare l'impresa non nell'ambito della dicotomia impresa familiare/non familiare, ma rispetto al suo grado di familiarità⁸.

Da qui, l'attributo della familiarità rappresenterebbe un carattere variabile nelle imprese, potendo presentare valori bassi o nulli e distribuendo le imprese familiari lungo un *continuum* che vede ai suoi estremi le imprese non familiari e le imprese con elevato grado di familiarità. Appare evidente, come tale modello consenta un uso più appropriato del carattere di familiarità e dei suoi effetti sulla gestione dell'impresa. Ciò premesso, l'F-PEC è stato scelto ai fini della presente analisi.

3. Il disegno della ricerca

La ricerca nasce con la finalità di indagare le *performance* economico-finanziarie delle imprese vinicole italiane e con l'obiettivo specifico di mettere in evidenza gli effetti che la natura familiare dell'impresa esercita sui risultati aziendali. Concepita come studio longitudinale delle *performance* delle suddette imprese, nell'intervallo quinquennale 2006-2010, la ricerca è stata condotta su dati secondari, ovvero mediante l'analisi dei principali documenti aziendali (bilanci) e consultando dati di fonte esterna, quali le visure camerali. Come si avrà modo di specificare meglio, allorquando si definirà il campione della ricerca, l'analisi ha interessato imprese costituite e operanti sotto forma di società di capitali, a causa della necessità di re-

perire i documenti di bilancio da fonti ufficiali (banca dati AIDA e Registro delle imprese della CCIAA di Salerno) e di usufruire di dati contabili con un maggior grado di attendibilità.

Il disegno della ricerca si articola in due fasi. In una prima fase, si è proceduto ad un confronto grafico delle *performance* economico-finanziarie, in termini di ROI, ROE e grado di indebitamento, tra imprese familiari e non familiari. In una seconda fase, si è fatto ricorso all'analisi econometrica al fine di valutare la reale significatività dei risultati emersi dalla prima fase di analisi.

3.1 Campione, variabili e metodologia

L'indagine empirica, come anticipato, è stata realizzata considerando, per motivi di disponibilità e di accuratezza dei dati di bilancio, solo le imprese costituite nella forma di società di capitali (S.p.a., S.a.p.a., S.r.l., S. coop. a r.l.) operanti in Italia e qualificate dal codice ATECO 11.02 (produzione di vini da uve). Dalla consultazione delle principali banche dati ufficiali (Registro delle Imprese della CCIAA di Salerno e Associazioni di Categoria) è stato possibile ricostruire la popolazione di riferimento per la nostra analisi: 373 imprese. Per ciascuna di queste imprese è stata richiesta una visura camerale storica unitamente ai bilanci degli esercizi (estrapolati dalla banca dati Aida-Bureau van Dijk) ricompresi nell'intervallo temporale 2006-2010. Rispetto all'ipotesi di ricerca, le variabili utilizzate nell'analisi sono state definite nel seguente modo: trattandosi di imprese non quotate, si è fatto riferimento alle *performance* basate su dati contabili, scegliendo le grandezze da impiegare nell'analisi tra quelle più utilizzate in letteratura⁹ e tenendo conto delle specificità delle imprese analizzate¹⁰. Quali indicatori di *performance* dell'impresa, variabili dipendenti dell'indagine, sono stati quindi utilizzati tre indicatori: il ROI, calcolato come rapporto tra Margine Operativo Lordo e capitale investito; il ROE, calcolato come rapporto tra reddito netto e capitale netto e il grado di indebitamento, misurato come rapporto tra debiti finanziari e capitale investito.

Dall'analisi del bilancio d'esercizio di ogni singola impresa sono stati rilevati i dati necessari alla determinazione delle prescelte misure di *performance*. Sono stati, quindi, calcolati, per ciascun indice e per ciascun anno, oggetto di osservazione, i valori medi e, al fine di valutarne la significatività, gli indici di variabilità, quali varianza, deviazione standard e coefficiente di variazione.

Per ciò che concerne, invece, la variabile indipendente, ovvero il grado di familiarità dell'impresa, si è proceduto ad operazionalizzarlo utilizzando

una misura semplificata del potere esercitato dalla famiglia sull'impresa (Klein, 2000; Jaskiewicz et al., 2005), ovvero una delle dimensioni scelte da Astrachan et al. (2002) nel modello F-PEC. Nel caso specifico, è stata utilizzata la seguente relazione:

$$\text{Family Power} = \% \text{EQ}_{\text{Fam}} + \% \text{BoD}_{\text{Fam}}$$

dove:

$\% \text{EQ}_{\text{Fam}}$ = Percentuale di capitale sociale detenuto dalla famiglia

$\% \text{BoD}_{\text{Fam}}$ = Percentuale di componenti il CdA, membri della famiglia.

Tale indicatore fornisce una misura continua del grado di familiarità, potendo variare da 0 a 2, dove i due estremi identificano, rispettivamente, il caso di un'impresa a carattere non familiare e il caso di un'impresa a caratterizzazione familiare forte. Tra i due limiti, inferiore e superiore, si posizionano livelli intermedi di familiarità delle imprese, considerando, peraltro, che valori dell'indicatore al di sotto di 0,5 identificano imprese non familiari (Giovannini, 2010). Avendo utilizzato per la ricerca esclusivamente dati secondari, l'indicatore di potere della famiglia è stato calcolato sulla base delle informazioni contenute nelle visure camerali storiche di ogni impresa del campione¹¹.

Adoperando la variabile "family power", è stato possibile individuare la seguente composizione del campione:

Tab. 1 –
Composizione del
campione

Universe imprese vinicole (Cod. Ateco 11.02)	Family Business	Non Family Business
373	342	31

Fonte: ns elaborazione su banca dati Aida-Bureau van Dijk

A supporto dell'evidenza grafica, è stata condotta un'ulteriore fase di analisi, attraverso l'uso dei modelli panel con effetti fissi temporali. Pertanto, per il ROI e per il grado di indebitamento, è stato stimato un modello del tipo:

$$\text{Firm Performance} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Family Power}) + \beta_2 (\text{Variabili di controllo}) + \beta_{2007-2010} (\text{Variabili dummy temporali}) + \varepsilon$$

Quali variabili di controllo, per garantire consistenza all'analisi ed evitare relazioni spurie tra le variabili sinora descritte, sono state selezionate: l'anno di riferimento dei dati di bilancio, considerato mediante quattro variabili *dummy* per gli anni 2007, 2008, 2009 e 2010; l'età dell'impresa¹², calcolata come differenza tra ogni anno di riferimento e l'anno di costituzione dell'impresa (Claessens et al., 2002; Chrisman et al., 2004; Villalonga e Amit, 2006; Sraer e Thesmar, 2007); la struttura dell'organo di

governo, rappresentata attraverso una variabile *dummy* che ha assunto valore 1, in caso di amministratore unico e 0, nel caso di presenza del CdA; infine, la sede operativa dell'impresa, operazionalizzata mediante l'indicazione dell'area geografica in cui ha sede legale l'impresa vinicola.

L'elaborazione dei dati è stata preceduta dalla verifica delle assunzioni alla base del modello di regressione multipla, adottando tutte le opportune misure per garantire la correttezza e la consistenza dei risultati. Il controllo dell'eteroschedasticità e della correlazione seriale dei dati è stato operato mediante la determinazione degli errori standard robusti attraverso lo stimatore di Huber White Sandwich (Rogers, 1993; Wooldridge, 2002).

3.2 I risultati della ricerca

L'analisi grafica condotta sull'andamento dei valori medi degli indicatori di *performance* prescelti, registrati per le imprese familiari e non familiari, mostra la superiorità delle prime rispetto alle seconde in termini di un maggior rendimento sul capitale investito (Figura 1), di una maggiore redditività netta (Figura 2) e di un minor grado di indebitamento finanziario (Figura 3).

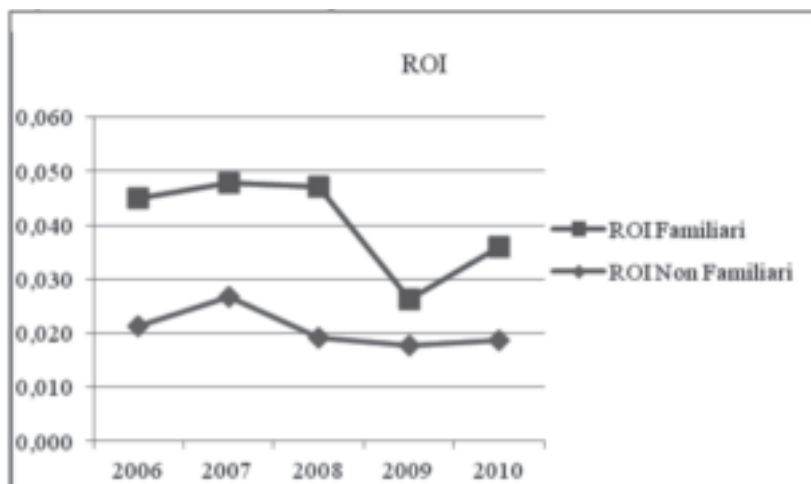
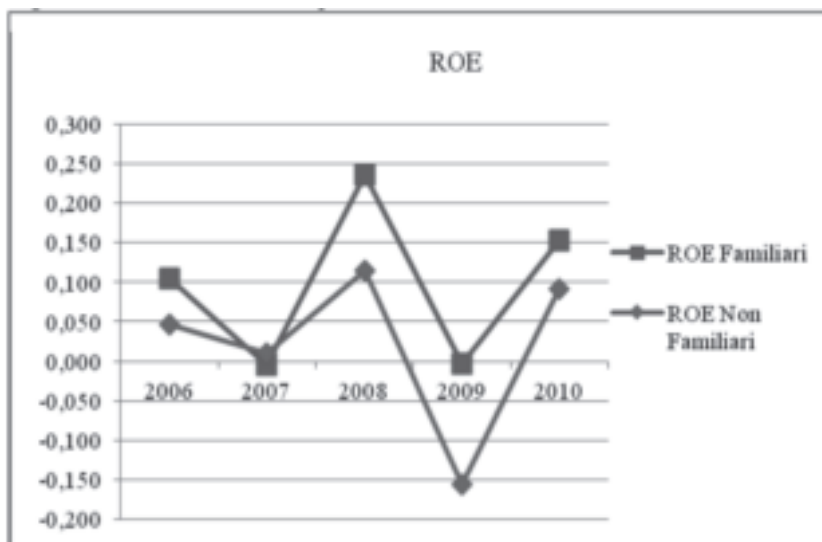


Fig. 1 - Confronto tra imprese familiari e non familiari (ROI)

Fonte: ns elaborazione.

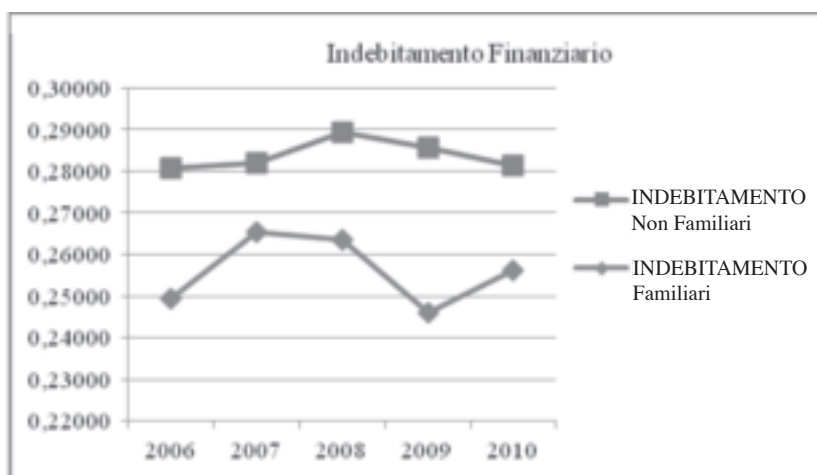
Più specificatamente, il divario tra aziende familiari e non, in termini di ROI, pur risultando a favore delle prime, si è di fatto ridotto di due punti percentuali circa¹³.

Fig. 2 - Confronto tra imprese familiari e non familiari (ROE)



Fonte: ns elaborazione.

Fig. 3 - Confronto tra imprese familiari e non familiari (Grado di Indebitamento)



Fonte: ns elaborazione.

È possibile, inoltre, osservare un cambiamento, nell'intervallo considerato nella struttura patrimoniale delle aziende familiari oggetto d'indagine. Difatti, se fino al 2008 la leva finanziaria risultava uno degli strumenti più utilizzati a sostegno della crescita aziendale, dal 2008 in poi si registra una riduzione del rapporto di indebitamento, cui segue un altrettanto calo della redditività del capitale proprio (ROE). Tale fenomeno è da imputare

sostanzialmente ad una condotta responsabile da parte delle famiglie proprietarie le quali, pur trovandosi di fronte ad una riduzione della redditività, hanno optato per operazioni di capitalizzazione con iniezioni di capitale fresco o rinunce alla distribuzione degli utili. Ciò risulta in linea con l'atteggiamento diffuso nelle imprese familiari di intervenire a sostegno dell'impresa nei momenti di difficoltà (Dyer, 2006), attraverso il c.d. capitale di sopravvivenza (Sirmon e Hitt, 2003), oltreché attraverso un maggior impegno profuso nell'attività imprenditoriale (Ward, 1988). Tali aziende sembrano aver realizzato operazioni volte a limitare gli effetti negativi della crisi economica mondiale.

A supporto di tali risultati, come già evidenziato, si è fatto ricorso all'uso di modelli panel con effetti fissi temporali. Il modello, in particolare, è risultato significativo per il ROI e per il grado di indebitamento ma non significativo per il ROE. I risultati ottenuti dall'elaborazione dei dati offrono evidenze di una chiara influenza della familiarità sulle *performance* delle imprese (Tabella 2).

	ROI	Indebitamento
Nord dummy	,204 (,051)	,001 (-,141)
Centro dummy	,085 (,067)	,047 (-,081)
Firm Age	,013 (-,094)	,000* (,240)
Family Power	,000* (,182)	,001* (-,124)
Costante	,000	,000
R ²	,054	,085

* p<0,01

Tab. 2 - Risultati del modello di regressione - coefficienti non standardizzati

Fonte: ns elaborazione

Più precisamente, è emersa una relazione lineare diretta tra familiarità e ROI, per cui, all'aumentare del *family power*, si verifica un aumento della redditività sul capitale investito; una relazione lineare inversa tra familiarità e livello di indebitamento per cui, all'aumentare del coinvolgimento della famiglia nella proprietà e nella gestione, si riscontra un minor ricorso all'indebitamento.

Tali risultanze sono in linea con alcune evidenze empiriche: Chrisman, Chua e Litz (2004), nell'ambito di una ricerca effettuata su un campione di oltre 1.000 imprese statunitensi, hanno verificato che il coinvolgimento della famiglia negli organi proprietari e di governo riduce significativamente i costi d'agenzia, incidendo positivamente sui risultati; Gallo, Tapies

e Cappuyns (2004) su 305 imprese spagnole hanno rilevato una leva finanziaria ed un rapporto di indebitamento inferiori rispetto alle imprese non familiari.

Un ulteriore dato, infine, evidenziato dall'indagine riguarda la relazione tra età dell'impresa e grado di indebitamento. Dalla lettura dei risultati, emerge una relazione lineare diretta tra le due variabili per cui all'aumentare dell'età, aumenta il livello dell'indebitamento.

In sostanza, nelle prime fasi di vita dell'impresa, la famiglia imprenditoriale apporta risorse all'impresa il che spiegherebbe il minor livello d'indebitamento rispetto alle imprese non familiari. Nelle fasi successive, invece, si osserva un'inversione di tendenza laddove la famiglia imprenditoriale non è più disponibile a drenare risorse, bensì tende ad assorbirle. Siamo cioè di fronte ad imprese che sostengono la famiglia imprenditoriale e che rinunciano a rafforzamenti patrimoniali, gli unici meglio in grado di sostenere progetti di sviluppo. Tale atteggiamento, tipico delle imprese familiari allargate, conferma l'adagio "la prima generazione crea, la seconda conserva e la terza distrugge".

4. Conclusioni

Senza dubbio, il settore vinicolo rappresenta uno dei comparti trainanti dell'economia agroalimentare italiana che necessita tuttavia di notevoli attenzioni in termini di investimenti e politiche promozionali al fine di migliorarne i livelli di competitività e *performance*. Tale considerazione contribuisce ad avvalorare la tesi secondo cui l'azione di fattori "esterni", relativi cioè sia alle diverse regole di competizione, completamente stravolte dalla globalizzazione, sia all'economia di riferimento (crisi congiunturali e/o strutturali del sistema economico in generale e del settore agro-alimentare, in particolare), e di fattori "interni", può produrre implicazioni positive o negative sulle *performance*. La natura familiare del *business*, infatti, come anticipato, è certamente uno dei fattori che influenza in diverso modo i meccanismi di governo delle *wine family business*: nel caso delle imprese vinicole, il vino, prodotto da una famiglia imprenditoriale, diventa veicolo di trasmissione all'esterno dei valori, dei simboli e della tradizione della famiglia e del territorio in cui essa vive. A tal proposito, si ritiene utile precisare che affinché la natura familiare di un'impresa possa esercitare il ruolo di leva per la creazione di valore attraverso il "buon nome" della famiglia fondatrice, è necessario far affidamento ad una consolidata reputazione dell'impresa di famiglia (*family business reputation*), che in tali realtà risente fortemente delle influenze esercitate dalla reputazione della

famiglia imprenditoriale. La creazione di valore nelle imprese familiari può trovare una fonte nel capitale reputazionale, declinabile, nelle imprese familiari, nelle due componenti di reputazione dell'azienda e reputazione della famiglia. Le influenze, reciprocamente esercitabili dalle due forme, consegnano al *management* una serie di riflessioni che possono alimentare il dibattito scientifico sulle strategie di comunicazione nelle imprese di famiglia, laddove il rafforzamento della *family business reputation* assurge a nuova finalità della comunicazione in quanto impegnata, da un lato, a ridurre il rischio reputazionale e, dall'altro, a rafforzare il valore di tale *asset*. La famiglia imprenditoriale, infatti, in quanto sistema autonomo dotato di una sua reputazione, è in grado di decretare il ruolo di *asset* o *liability* della famiglia imprenditoriale di un'impresa (Dyer, 2006; Metallo e Gallucci, 2011).

L'analisi specifica condotta nel *wine business*, dunque, evidenzia come il maggior coinvolgimento della famiglia nell'impresa, portatrice di un sistema di obiettivi, di risorse idiosincratice e di abilità, meglio noto come *familiness* (Habbershon e Williams, 1999; Habbershon et al., 2003), contribuisca a conferire all'impresa familiare migliori risultati, in termini di redditività e indebitamento, rispetto alle non familiari.

Risulta opportuno precisare anche che la natura di tali specifiche realtà fa sì che gli obiettivi, soprattutto di medio-lungo termine, vadano aldilà dei ritorni meramente finanziari per abbracciare una concezione più ampia (Chrisman et al., 2010). La sfida futura, affidata agli studiosi del *family business*, dovrà quindi orientarsi verso una misura di *performance* dell'impresa familiare in grado di valutare anche l'impatto prodotto dall'atteggiamento tipico di queste realtà, ovvero quello di saper rinunciare a risultati economico-finanziari più che soddisfacenti in vista di *goal* più complessi che abbracciano anche la sfera socio-emotiva (Gomez-Mejia et al., 2007). In una prospettiva strettamente manageriale, si tratta di valutare i diversi obiettivi della famiglia imprenditoriale e la diversa priorità assegnata a ciascuno di essi; dal punto di vista strettamente di analisi, invece, ciò implica una diversa modalità di misurazione delle *performance* che vada oltre quelle strettamente contabili e/o di mercato.

Il lavoro è sottoposto ad alcuni limiti che inevitabilmente inducono ad una cauta interpretazione e generalizzazione dei relativi esiti. In *primis*, va osservato che l'indagine è basata su una osservazione prevalentemente documentale che ha comportato l'utilizzo di criteri di classificazione delle imprese e delle loro caratteristiche frutto di alcune semplificazioni, pur se nel rispetto di una coerenza scientifica dal punto di vista applicativo.

In ultimo, ma non per importanza, va segnalato che l'utilizzo della sola

dimensione *Power* dell'F-PEC di Astrachan et al. (2002) per la determinazione del grado di familiarità, ha potuto rappresentare una semplificazione nella fase di analisi del grado di familiarità, in quanto potrebbe non aver consentito il giusto apprezzamento dei molteplici riflessi che la famiglia può esercitare sulla gestione d'impresa.

NOTE

- ² Secondo quanto stimato dall'OIV, la produzione mondiale di vino (succhi e mosti esclusi), nel 2011, si attesterebbe intorno ai 260 Miohl.
- ³ Sebbene l'Italia nel 2011 abbia fatto registrare una diminuzione della produzione pari al 14,3%, perdendo il primato conquistato nel 2010 a favore della Francia, da un punto di vista qualitativo, i dati si sono rivelati più incoraggianti grazie ad una buona conduzione delle uve che ha permesso di destinare il 60% della produzione nazionale ai vini di qualità, complessivamente 517 tra Doc, Docg ed Igt. www.winenews.it.
- ⁴ Con l'ausilio di indagini che, direttamente o indirettamente, hanno cercato di valutare il peso di questa forma di *governance* nell'economia (Ifera, 2003), è possibile evidenziare che il *family business*, in generale, rappresenta il modello proprietario e di *governance* numericamente più diffuso nel mondo la cui percentuale supera, spesso ampiamente, il 50%. Tuttavia, la sua rilevanza si riduce se la si osserva in termini di contributo al PIL e alla forza lavoro. Rilevanti sono anche i dati emersi per gli Stati Uniti (95%) ed il Regno Unito (70%) dove, diversamente dalla comune convinzione circa la scarsa rilevanza del fenomeno, l'indagine mostra come l'impresa familiare costituisca una fetta rilevante dell'economia dei suddetti paesi. In Europa, uno dei Paesi con più elevata concentrazione di *family business*, in termini di diffusione numerica e di occupazione, è l'Italia, con l'82%, valore, questo, molto più elevato rispetto alla media mondiale (66%) ma inferiore rispetto ad altre realtà come la Finlandia che, con il suo 91%, rappresenta il Paese con la concentrazione di *family business* più elevata al mondo. Cfr. Family Business International Monitor (2008).
- ⁵ Una completa e sistematica *review* della letteratura, nazionale e internazionale, del *family effect* sulle *performance* nelle imprese familiari è contenuta nel lavoro di Morresi (2009), a cui si rimanda per i necessari approfondimenti.
- ⁶ Per *free riding* si intende il comportamento di quei familiari che evitano di svolgere le mansioni più noiose o dure, a loro assegnate, lasciandole ad altri, consapevoli che tali compiti verranno adempiuti; lo *shirking*, invece, denota il comportamento di chi, ad esempio, sperpera i soldi dei genitori in spese inutili e non ricopre in azienda alcun ruolo attivo. Entrambi rappresentano distorsioni dell'*altruism* e sono indotti da comportamenti opportunistici potenzialmente attuabili dai familiari, in particolare dagli eredi. L'*entrenchment effect*, infine, consiste in comportamenti opportunistici a danno delle minoranze.
- ⁷ Il tentativo di tipizzare le imprese familiari, sulla base degli elementi distintivi, ha determinato, da un lato, l'emergere di numerose definizioni di *family business*, ciascuna avente a riferimento uno o più elementi specifici, dall'altro, una progressiva convergenza nella qualificazione del fenomeno, con risvolti positivi in termini di omogeneità e comparabilità tra gli studi e le indagini empiriche che si avvalgono di una stessa definizione. Litz (1995) e Westhead (1997) distinguono due approcci alla definizione del *family business*,

tra loro interrelati: il primo, lo *structure based approach*, basato sulla struttura organizzativa e di controllo, definisce le imprese familiari allorquando persone legate da un rapporto di parentela e/o affinità detengono il controllo e ricoprono ruoli attivi di governo; il secondo approccio, l'*intention based approach*, invece, valuta la familiarità di un *business* sulla base del comportamento della famiglia e dei conseguenti risvolti sull'impresa che devono avere, per l'appunto, caratteri di unicità rispetto alle altre imprese.

- ⁸ Gli studiosi, infatti, hanno introdotto una misura del grado di familiarità di un'impresa che trova una sua efficace sintesi nell'F-PEC, ovvero: 1) "Power", grado di coinvolgimento dei familiari nella proprietà e nella gestione, che esprime l'intensità con cui la famiglia è coinvolta economicamente nell'impresa e presidia i posti di comando; 2) "Experience", grado di coinvolgimento di più generazioni nella proprietà e nella gestione, misura sia del grado di "resource provision", sia dell'intenzione di garantire continuità alla familiarità del *business*; 3) "Culture", grado di sovrapposizione tra valori aziendali e familiari, nonché grado di impegno dei familiari tanto nel supportare una gestione improntata al perseguimento degli obiettivi economici del *business*, quanto nel garantire lo sviluppo di interrelazioni reciproche tra la famiglia, l'organizzazione e l'ambiente (Astrachan et al., 2002).
- ⁹ Le misure di derivazione contabile maggiormente utilizzate in letteratura sono: il ROI (o ROA) (Anderson e Reeb, 2003; Maury e Pajuste, 2005; Barontini e Caprio, 2006) e il ROE (Filatotchev et al., 2005; Bennedsen et al., 2006; Sraer e Thesmar, 2007).
- ¹⁰ Trattandosi perlopiù di imprese di piccola e piccolissima dimensione, vale la pena sottolineare che esse non sono assoggettate all'obbligo di certificazione del bilancio.
- ¹¹ Quale criterio base per stabilire se soci od amministratori dell'impresa appartenessero alla stessa cerchia familiare, si è fatto ricorso al cognome. Inoltre, per identificare i legami familiari non individuabili con il suddetto criterio, si è fatto riferimento all'indirizzo di residenza, considerando, pertanto, appartenenti alla stessa famiglia tutti coloro che risiedevano al medesimo indirizzo. Per minimizzare il rischio di errori è stato considerato l'indirizzo completo di città, via e numero civico.
- ¹² Per quanto riguarda l'età, va rilevato che, nel caso delle imprese vinicole, essa assume un rilievo specifico poiché oltre a rappresentare il *driver* che sintetizza l'accumulazione di esperienze produttive e di mercato e di valori culturali e sociali nella disponibilità dell'impresa, consente di considerare anche il particolare *mix* produttivo aziendale.
- ¹³ Ciò risulta essere in linea con quanto evidenziato dal II° Rapporto dell'Osservatorio AUB. Negli ultimi due anni, il *gap* in termini di ROI tra aziende familiari e non si è notevolmente ridotto, passando da +1,9 punti nel 2007 a +0,8 nel 2009.

BIBLIOGRAFIA

- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J. e Kurashina, T. (2008), "The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: a matched-pair investigation", *Family Business Review*, Vol. 21, No. 4, pp. 315-329.
- Anderson, R.C. e Reeb, D.M. (2003), "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, pp. 1301-1327.
- Astrachan, J.H., Klein, S.B. e Smyrnios, K.X., (2002), "The F-Pec scale of family influence: a proposal for solving the family Business definition problem", *Family Business Review*, Vol. 15, No. 1, pp. 45-58.

- Barclay, M. e Holderness, C. (1989), "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 2, pp. 371-396.
- Barontini, R. e Caprio, L. (2006), "The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe", *European Financial Management*, Vol. 12, No. 5, pp. 689-723.
- Bennedsen, M., Nielsen, K.M., Perez-Gonzalez, F. e Wolfenzon, D. (2006), "Inside the family firm: the role of families in succession decision and performance", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, pp. 647-691.
- Bjuggem, P. e Palmberg, J. (2010), "The impact of vote differentiation on investment performance in listed family firms", *Family Business Review*, Vol. 23, No. 4, pp. 327-340.
- Block, J.H., Jaskiewicz, P. e Miller, D. (2011), "Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: a Bayesian reconciliation", *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 2, pp. 232-245.
- Casson, M. (1999), "The economics of the family firm", *Scandinavian Economic History Review*, Vol. 47, No. 1, pp. 10-23.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. e Litz, R.A. (2004), "Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 28, No. 4, pp. 335-354.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. e Sharma, P. (2005), "Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 29, No. 5, pp. 555-576.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., Pearson, A.W. e Barnett, T. (2010), "Family involvement, family influence, and family centered non-economic goals in small firms", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 36, No. 2, pp. 1-27.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. e Sharma, P. (1999), "Defining the family business by behavior", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 23, No. 4, pp. 19-39.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. e Lang, L. (2002), "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 2741-2771.
- Corbetta, G. e Salvato, C. (2004), "Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: a commentary on 'Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence'", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, No. 4, pp. 355-362.
- Corbetta, G. (2010), *Le aziende familiari*, Egea, Milano.
- Cucculelli, M. e Micucci, G. (2008), "Family succession and firm performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 1, pp. 17-31.
- Daily, C.M. e Dollinger, M.J. (1991), "Family firms are different", *Review of Business*, Vol. 13, No. 1, pp. 3-5.
- Davis, J.H., Schoorman, D.F. e Donaldson, L. (1997), "Towards a stewardship theory of management", *Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, pp. 20-47.
- Donaldson, L. e Davis, J.H. (1991), "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholders returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, pp. 49-64.
- Dyer Jr, W.G. (2006), "Examining the family effect on firm performance", *Family Business Review*, Vol. 19, No. 4, pp. 253-273.
- Eddleston, K.A. e Kellermanns, F.W. (2007), "Destructive and productive family relationship: a stewardship theory perspective", *Journal of Business Venturing*, Vol. 22, No. 4, pp. 545-565.
- Eddleston, K., Kellermanns, F.W. e Sarathy, R. (2008), "Resource configuration in family

- firms: Linking resources, strategic planning and environmental dynamism to performance", *Journal of Management Studies*, Vol. 45, pp. 26–50.
- Fama, E. e Jensen, M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301–325.
- Family Business Network (2008), "Family business international monitor", FBN International, UK.
- Filatotchev, I., Lien, Y.C. e Piesse, J. (2005), "Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: evidence from Taiwan", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 22, pp. 257–283.
- Gallo, M.A., Tapiés, J. E Cappuyns, K. (2004), "Comparison of family and non-family business: financial logic and personal preferences", *Family Business Review*, Vol. 17, No. 4, pp. 303–318.
- Giovannini, R. (2010), "Corporate governance, family ownership and performance", *Journal of Management and Governance*, Vol. 14, No. 2, pp. 145–166.
- Gomez-Meja, L.R., Haynes, K.T., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K.L. e Moyano-Fuentes, J. (2007), "Socioemotional wealth and business risk in family controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52, No. 1, pp. 106–137.
- Habbershon, T.G. e Williams, M.L. (1999), "A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms", *Family Business Review*, Vol. 12, No. 1, pp. 1–25.
- Habbershon, T.G., Williams, M.L. e MacMillan, I.C. (2003), "A unified systems perspective of family firm performance", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, No. 4, pp. 451–465.
- Ifera (2003), "Family Business Dominate", *Family Business Review*, Vol. 16, No.4, pp. 235–240.
- James, H.S. (1999), "What can the family contribute to business? Examining contractual relationship", *Family Business Review*, Vol. 12, No. 1, pp. 61–71.
- Jaskiewicz, P., González, V.M., Menéndez, S. e Schiereck, D. (2005), "Long-run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses", *Family Business Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 179–202.
- Jensen, M. e Meckling, O. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 2, pp. 305–360.
- Jensen, M.C. (1994), "Self-interest, altruism, incentives and agency theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No. 2, pp. 40–45.
- Klein, S. (2000), *Familienunternehmen—Theoretische und Empirische Grundlagen*, Gabler, Wiesbaden, Germany.
- Klein, S.B., Astrachan, J.H. e Smyrios, K.X. (2005), "The F-PEC Scale of family influence: construction, validation, and further implication for theory", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 29, No. 3, pp. 321–338.
- Lansberg, I., Perrow, E.L. e Rogolsky, S. (1988), "Family business as an emerging field", *Family Business Review*, Vol. 1, No. 1, pp. 1–6.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D. e Lester, R.H. (2011), "Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family business", *Organization Science*, Vol. 22, No. 3, pp. 704–721.
- Litz, R.A. (1995), "The family business: toward definitional clarity", *Family Business Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 71–82.
- López-Gracia, J. e Sogorb-Mira, F. (2008), "Testing trade-off and pecking order theories in Spanish SMEs", *Small Business Economics*, Vol. 31, No. 2, pp. 117–136.
- Mattiaci, A. e Maralli, R. (2007), "Il wine marketing nell'esperienza di una media impresa leader: Banfi di Montalcino", *Mercati e Competitività*, No. 2, pp. 29–46.

- Maury, B. e Pajuste, A. (2005), "Multiple large shareholders and firm value", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, pp. 1813-1834.
- McConaughy, D.L., Matthews, C.H. e Fialko, A.S. (2001), "Founding family controlled firms: Performance, risk, and value", *Journal of Small Business Management*, Vol. 39, No. 1, pp. 31-49.
- McNulty, J.J., Yeh, T.D., Schulze, W.S. e Lubatkin, M.S. (2002), "What's your real cost of capital?", *Harvard Business Review*, Vol. 80, No. 10, pp. 114-121.
- Metallo, G. e Gallucci, C. (2011), *Un'analisi del family effect attraverso la reputazione della famiglia imprenditoriale: asset o liability per le imprese familiari?*, Convegno Annuale Sinerergie, Università Iulm, Milano, 10-11 Novembre 2011.
- Miller, D. e Le Breton-Miller, I. (2006), "Family governance and firm performance: agency, stewardship, and capabilities", *Family Business Review*, Vol. 19, No. 1, pp. 73-87.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. e Scholnick, B. (2008), "Stewardship vs Stagnation: an empirical comparison of small family and non-family business", *Journal of Management Studies*, Vol. 45, No. 1, pp. 51-78.
- Moores, K. e Barrett, M. (2003), *Learning family business: paradoxes and pathways*, Ashgate Publishing, Aldershot, UK.
- Morck, R., Shleifer, A. e Vishny, R. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 1-2, pp. 293-315.
- Morresi, O. (2009), *Il family effect su performance e risk taking dell'impresa negli ultimi dieci anni*, FrancoAngeli, Milano.
- Morris, M.H. (1998), *Entrepreneurial intensity*, Quorum Books, Westport, CT.
- Olson, P.D., Zuiker, V.S., Danes, S.M., Stafford, K., Heck, R.K.Z. e Duncan, K.A. (2003), "The impact of the family and the business on family business sustainability", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, No. 5, pp. 639-666.
- Osservatorio AUB (2010), *Osservatorio Aidaf-Unicredit-Bocconi su tutte le aziende familiari italiane di medie e grandi dimensioni*.
- Piantoni, G., *La successione familiare in azienda*, Etas, Milano, 1990.
- Rogers, W.H. (1993), "Regression standard errors in clustered samples", *Stata Technical Bulletin*, Vol. 13, No. 13, pp. 19-23.
- Rossi, M. (2008), "Dinamiche competitive e modelli di business nel settore vitivinicolo. Il caso delle imprese Campane", paper presentato al *7th International Congress Marketing Trends*, 17-19 gennaio 2008, Venezia, consultabile su <http://www.escp-eap.net>, download 20.11.2010.
- Rutherford, M.W., Kuratko, D.F. e Holt, D.T. (2008), "Examining the link between "familiness" and performance: can the F-PEC untangle the family business theory jungle?", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32, No. 6, pp. 1089-1109.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. e Buchholtz, A.K. (2001), "Agency relationships in family firms: theory and evidence", *Organization Science*, Vol. 12, No. 2, pp. 99-116.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. e Dino, R.N. (2003), "Toward a theory of agency and altruism in family firms", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, No. 4, pp. 473-490.
- Sciascia, S. e Mazzola, P. (2008), "Family involvement in ownership and management: exploring nonlinear effects on performance", *Family Business Review*, Vol. 21, No. 4, pp. 331-345.
- Sellers-Rubio, R. (2010), "Evaluating the economic performance of Spanish wineries", *International Journal of Wine*, Vol. 22, No. 1, pp.73-84.
- Sirmon, D.G. e Hitt, M.A. (2003), "Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27, No. 4, pp. 339-358.
- Sraer, D. e Thesmar, D. (2007); "Performance and behaviour of family firms: evidence from

- the French stock market”, *The Journal of the European Economic Association*, Vol. 5, No. 4, pp.709-751.
- Villalonga, B. e Amit, R. (2006), “How do family ownership, control and management affect firm value?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 385-417.
- Ward, J.L. (1988), “The special role of strategic planning for family business”, *Family Business Review*, Vol. 1, No. 2, pp. 105-118.
- Westhead, P. (1997), “Ambitions, external environment and strategic factor differences between family and non-family companies”, *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 9, No. 2, pp. 127-157.
- Wooldridge, J.M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Zellweger, T. (2007), “Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms”, *Family Business Review*, Vol. 20, No. 1, pp. 1-15.

SITOGRAFIA

www.winenews.it

