

**1° Convegno Annuale dell'Associazione dei
Docenti di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari
(ADEIMF)**

**The determinants of Outside Director
Compensation: An empirical analysis of UK
banks and non-banks**

Pietro Marchetti

Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari – Università del Salento

Valeria Stefanelli

Dottore di Ricerca in Banca e Finanza - Università Roma Tor Vergata –Università del Salento

Lecce, 16 Giugno 2007



Agenda

- Teorie sulla CG: overview
- Obiettivi del lavoro
- Il modello UK di CG
- Letteratura sui compensi degli outsider
- Ipotesi di ricerca
- Metodologia
- Campione
- Risultati
- Conclusioni, implicazioni e sviluppi della ricerca

Teorie sulla CG: overview

THEORY	EMPIRICAL STUDIES	BOARD OF DIRECTORS
<p><i>Agency</i> (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983a e 1983b).</p>	<p>Shleifer & Vishny (1986), Weisbach (1988), Hermalin & Weisbach (1991), Li (1994), Bathala & Rao (1995), Rediker & Seth (1995), Agrawal & Knoeber (1996), Shleifer & Vishny (1997), Denis & Sarin (1999), La Porta et al. (2000), Gillan & Starcks (2003), Hermalin & Weisbach (2003), Holmstrom & Kaplan (2003), Weir et al. (2003), Becht et al. (2005), Lasfer (2006), Ruigrok et al. (2006).</p>	<p><i>Control</i> role.</p>
<p><i>Stewardship</i> (Donaldson & Davis, 1991).</p>	<p>Tricker (1994), Brickley et al. (1997), Davis et al. (1997), Muth & Donaldson (1998), Dedman & Lin (2002), McKnight et al. (2005).</p>	<p><i>Strategic</i> role.</p>
<p><i>Resource dependence</i> (Pfeffer & Salancik, 1978; Conner & Prahalad, 1996).</p>	<p>Foss (1996), Hillman et al. (2000), Ruigrok et al. (2006).</p>	<p><i>Linking</i> role.</p>
<p><i>Stakeholder</i> (Freeman, 1984; Evan & Freeman, 1988).</p>	<p>Grossman & Hart (1988), Coffee (1991), Hart (1995), Shleifer & Vishny (1997), Bolton & Von Thadden (1998), Holderness & Sheehan (1998), Maug (1998), Bebchuk (1999), Becht & Röell (1999), Faccio & Lasfer (1999), La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000), Leech (2001), Börsch-Supan & Köke (2002), Claessens et al. (2002), Claessens & Fan (2002), Carlin & Mayer (2003), Crespi-Cladera & Renneboog (2003), Gillan & Starks (2003), Hermalin & Weisbach (2003), Dyck & Zingales (2004), Becht et al. (2005), Morck et al. (2005), Altunbas et al. (2007).</p>	<p><i>Coordinating</i> role.</p>
<p><i>Institutional</i> (Selznick, 1957).</p>	<p>Meyer & Rowan (1977), Scott & Meyer (1983), Ingram & Simons (1995).</p>	<p><i>Maintenance</i> role.</p>
<p><i>Managerial hegemony</i> (Mace, 1971).</p>	<p>Whisler (1984).</p>	<p><i>Support</i> role.</p>



Obiettivi del lavoro

- L'obiettivo del lavoro è verificare se i compensi degli outsider delle società quotate inglesi rappresentano adeguati meccanismi di incentivo all'assunzione di comportamenti virtuosi dei consiglieri, quale presupposto necessario per il corretto funzionamento del board.
- A tal fine, l'analisi sviluppa e testa un modello di determinazione dei compensi degli outsider nelle società quotate in cui le variabili attengono al profilo individuale dei consiglieri, oltre che alle caratteristiche del board e della stessa società.
- L'analisi, inoltre, si propone di cogliere eventuali elementi di specificità nella determinazione dei compensi degli outsider nel caso del settore bancario rispetto ad altri settori industriali.

Il modello UK di CG

1. Analisi su mercato inglese in considerazione dell' importante ruolo che gli outsider assolvono nei modelli di governance anglosassoni e dell'elevata compliance agli standard di governance che consentono alle società inglesi di definire le best practices a livello internazionale (Heidrick & Struggles, 2005).
2. elevato livello di trasparenza e di informazioni che agevola il reperimento di dati.

Cadbury Report (1992):
composizione del Board, separazione CEO/Chairman, nomina degli executive, principio *comply or explain*;
Greenbury Report (1995):
remunerazioni degli executive;
Hampel Report (1998):
accountability & audit.

**Combined
Code
(1998)**

Turnbull Guidance (1999):
linee guida sui controlli interni;
Smith Guidance (2003):
comitato audit;
Higgs Good Practice (2003):
ruolo, indipendenza e nomina degli amministratori non-executive.

**Revised
Combined
Code
(2003 e 2006)**



Il modello UK di CG

Principali caratteristiche

1. One-tier system o modello monistico;
2. Netta separazione delle cariche di **CEO** e **Chairman**;
3. Giusto equilibrio tra amministratori **executive** e **non-executive affiliated e indipendenti** (nelle società quotate, almeno la metà degli amministratori sono no esecutivi indipendenti);
4. **Indipendenza** dei comitati **audit** e **remunerazioni**;
5. **Valutazione** annuale dell'efficacia del **board** e dei suoi **comitati**;
6. **Trasparenza** sulle procedure di **nomina** e sulla **remunerazione** degli amministratori;
7. “*comply or explain*” riguardo l'implementazione del codice di best practice.

Il modello UK di CG

Osservazioni

- Tra il periodo pre e post-Cadbury è stato osservato
 - Aumento della separazione di cariche tra CEO e Chairman (Conyon, 1994; Dedman, 2002; Weir et al., 2003; Lasfer, 2006)
 - Aumento della proporzione di non-executive directors nel board (Cosh & Hughes, 1997; Young, 2000; Peasnell et al., 2000 & 2003; Dahya et al., 2002)
 - Presenza di un audit committee composto per i tre quarti da non-executive indipendenti (Vafeas & Theodorou, 1998; Weir et al., 2003)

Il modello UK di CG: il ruolo dell'independent outsider

Raccomandazioni dei codici UK di best practice:

- Adeguata presenza di *independent outside directors* nel board;
- Istituzione di *comitati interni* composti a maggioranza da amministratori *indipendenti*;

- **Funzione di monitoraggio e controllo sulla gestione**
- **Contribuire a determinare le strategie aziendali**
- **Assunzione/Licenziamento e Remunerazioni degli executive**

- Amministratori indipendenti rappresentano uno strumento a garanzia dell'efficienza e del corretto svolgimento delle attività aziendali (Zahra & Pearce, 1989) **se dotati di idonee competenze e presenti in numero adeguato**



Il modello UK di CG: l'importanza del tema dei compensi degli outsider

- Il codice UK di CG riconosce l'importanza dei compensi degli outsider nelle società quotate e delinea un corretto **processo di determinazione dei compensi**
- Il livello dei compensi deve essere non solo **congruo** rispetto al contributo dell'**outsider** nel Board, in termini di **tempo dedicato** e di **responsabilità assunte**, ma anche **idoneo** a garantire la sua **eventuale** posizione di **indipendenza**.
- Nel caso di **independent outsider**, infatti, il Codice UK raccomanda **strutture remunerative cash-based** e non *pay-performance*, che potrebbero minarne l'imparzialità di giudizio.

Gli outsider: evidenze empiriche

Evidenze empiriche tra presenza di outsider e performance aziendali

RISULTATI	AUTORI
<p>Relazione positiva:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ la presenza di outsider nel board migliora le performance aziendali; → ■ gli outsider possono licenziare il CEO in seguito a basse performance aziendali; → ■ il mercato reagisce in maniera positiva alla notizia della nomina di un outsider. → 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Baysinger & Butler (1985); Cotter et al. (1997); Barnhart & Rosenstein (1998); Beiner et al. (2006); ■ Weisbach (1988); Hermalin & Weisbach (1988 & 1998); Byrd & Hickman (1992); ■ Rosenstein & Wyatt (1990); Mallette & Fowler (1992); Brickley et al. (1994); Kang & Shivdasani (1995); Borokhovich et al. (1996); Shivdasani & Yermack (1999); Dahya et al. (2005); Petra (2007).
<p>Nessuna significativa relazione</p>	<p>Hermalin & Weisbach (1991 & 2003); Vafeas & Theodorou (1998); Coles et al. (2001); Lin et al. (2003); Weir et al. (2003); De Andres et al. (2005).</p>
<p>Relazione negativa</p>	<p>Cochran et al. (1985); Daily & Dalton (1994); Agrawal & Knoeber (1996); Yermack (1996); Bhagat & Black (1998); Dalton et al. (1998); Muth & Donaldson (1998); Adams & Mehran (2003); Fernandes (2007).</p>



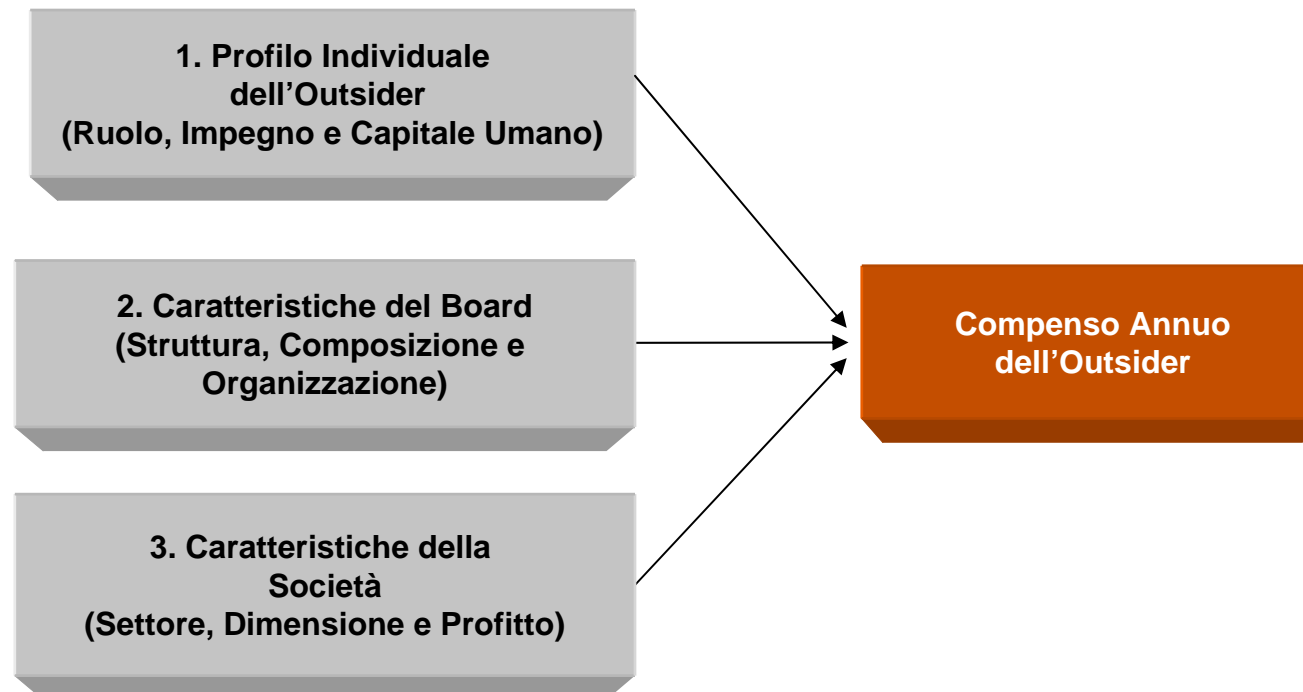
Letteratura sui compensi degli outsider

- Gli studi sui compensi dei board si concentrano prevalentemente sul caso degli executive e possono essere sostanzialmente distinti in tre diversi filoni teorici:
 - economico (Coughlan & Smith, 1985; Conyon & Peck, 1998);
 - socio-psicologico (Finkelstein & Hambrick, 1996; Gray & Benson, 2003);
 - socio-economico (Bender, 2003 e 2004; Filatocev, 2006).

- Al contrario, gli studi sui compensi degli outsider sono particolarmente limitati e si collocano prevalentemente nel filone economico:
 - Hempel & Fay (1994) riportano che il compenso degli outsider è legato alla dimensione e al numero di meeting del board, ma non è legato alle performance societarie.
 - Boyd (1996) conferma che la dimensione ed il profitto dell'azienda influenzano i compensi degli outsider nel board.
 - Cordeiro et. al. (2000) evidenziano come le società definiscano specifici criteri di determinazione dei compensi basati sulle caratteristiche del board.

Ipotesi di ricerca

- Il lavoro applica al caso degli outsider un approccio teorico basato sulla Equity Theory (Adams, 1963; Miller, 1995) e sulla Human Capital Theory (Mincer, 1974; Becker, 1993) al fine di definire un modello di determinazione dei compensi efficace nel promuovere l'assunzione di comportamenti virtuosi dei consiglieri nel board.



Metodologia

- La metodologia di analisi si basa su regressioni multivariate. Il modello adottato è il seguente:

$$\begin{aligned} \ln(Y)_i = & \alpha_0 + \beta_f \text{CeoDu} + \chi_f \text{CeoComp} + \delta_f \text{Blau} + \sigma_f \text{Extboard} + \eta_f \text{Shareop} + \\ & + \sum_{c=1}^3 \zeta_{ic} \text{BoPosit} + \theta_i \text{Lenght} + \varphi_i \text{MeetAct} + \nu_i \text{Pop} + \omega_i \text{Auditme} + \rho_i \text{Chairm} + \tau_i \text{GenExp} + \\ & + o_i \text{Gender} + \sum_{d=1}^2 \psi_{id} \text{IndExp} + \sum_{e=1}^2 \gamma_{fe} \text{IndFirm} + \kappa_f \text{LnRoe} + \lambda_f \text{LnTAsset} + u_i \end{aligned}$$

Metodologia

Variabili adottate nell'analisi

<i>Determinant of Outsider Compensation</i>	<i>Variables</i>
1. Outsider's Profile	Gender
	<i>(Outsider Role)</i>
	- Board Position
	- Responsibility
	<i>(Outsider Effort)</i>
	- Length of Service
	- Meeting Activity
	<i>(Outsider's Human Capital)</i>
	- General Level of Experience
	- Industry-Specific Level of Experience (Specialist, Expert, Generalist)
- Popularity	
2. Board of Director's Characteristics	<i>(Board Structure)</i>
	- Board Size
	<i>(Board Composition)</i>
	- Board Diversity
	<i>(Board Organization)</i>
	- CEO Duality
	- External Board Evaluation
- Structure of outsider compensation	
- 2005 CEO Total Compensation	
3. Firm's Characteristics	- Industry Sectors
	<i>(Control Variables)</i>
	- Size
	- Earnings



Campione

- Il campione è composto da 233 outsiders presenti in 40 società quotate sul mercato londinese e appartenenti al settore bancario, finanziario, farmaceutico, tecnologico e aerospaziale; nel complesso, le società sono rappresentative del 30% del FTSE-350 nel marzo del 2007.
- I dati utilizzati sono tratti da diverse fonti: bilanci societari 2005 (outsider e board); database Factiva (popolarità outsider); Bloomberg (dati contabili societari). La verifica delle ipotesi e le analisi di regressione sono state realizzate tramite STATA.

Campione

- Livello di esperienza e compensi medi degli outsider del campione distinti per settore industriale

Industrial Sectors	General Experience (years)	General Experience (SD, years)	Compensation (Mean, GBP)	Compensation (SD, GBP)
Hi-tech	58	7	51,000	48,000
Bank & Financial Services	58	7	92,000	70,000
Pharma & Biotech	60	6	74,000	55,000



Risultati

■ t-test

- In base ai risultati dei diversi t-test sono state escluse dalle analisi di regressione le seguenti variabili:
 - genere dell'outsider
 - experience dell'outsider
 - struttura dei compensi degli outsider.

Esse non spiegano dunque la variabilità dei compensi degli outsider nei board.

- Al contrario, emergono differenziali nei compensi legati al ruolo e alle responsabilità assunte dall'outsider.

Risultati

- (alcuni) t-test

A)

Variables	Mean (GBP)	Mean (ln)	Std. Err.	Degree of Freedom = 231; Level of confidence = 95%	
				t - value	H0 = $\mu_1 - \mu_2 = 0$; H1 = $\mu_1 - \mu_2 < > 0$
Female (30)	46,841	3.846	.1408	-1.512	Non Reject H ₀
Others (203)	58,405	4.067	.0521		

Non esiste un differenziale di genere nei compensi degli outsider appartenenti al campione

B)

Variables	Mean (GBP)	Mean (ln)	Std. Err.	Degree of Freedom = 231; Level of confidence = 95%	
				t - value	H0 = $\mu_1 - \mu_2 = 0$; H1 = $\mu_1 - \mu_2 < > 0$
Specialist (62)	60,342	4.100	.0975	-0.749	Non Reject H ₀
Others (171)	55,527	4.016	.0567		
Expert (114)	55,306	4.012	.0652	0.520	Non Reject H ₀
Others (119)	58,207	4.064	.0729		
Generalist (57)	55,970	4.024	.1100	0.164	Non Reject H ₀
Others (176)	57,030	4.043	.0544		

Non esiste un differenziale legato alle competenze industry-specific nei compensi degli outsider appartenenti al campione

Risultati

Variables	(I) Baseline Model		(II) Popularity		(III) External Board		(IV) Audit Member		(V) Chairmanship	
	Coeff.	Std.Err.	Coeff.	Std.Err.	Coeff.	Std.Err.	Coeff.	Std.Err.	Coeff.	Std.Err.
Ceo Duality	-.216 **	.124								
Ceo Compensation	.302 ***	.087	.302 ***	.085	.259 **	.087	.306 ***	.092	.269 **	.083
Blau's Index	.636 **	.318	.613 **	.304	.561 **	.256	.689 **	.291	.478 **	.250
Lenght of Service	.048 **	.015	.049 ***	.014	.051 ***	.010	.041 ***	.010	.039 ***	.010
Meeting Activity	.576 **	.241	.560 **	.237	.564 **	.188	.927 ***	.216	.687 **	.215
Roe (Ln)	.149 **	.073	.142 **	.072			.124 **	.070		
Total Asset (Ln)	.047 **	.024	.045 **	.024	.050 **	.025	.044 **	.024	.048 **	.023
Hitech Sector	.047	.191								
Banking Sector	.297 **	.187	.490 **	.183	.232 **	.102	.497 **	.174	.283 **	.100
Popularity (Ln)			.070 **	.030	.076 **	.029	.058 **	.029	.050 **	.028
Ext.Board Evaluation					.205 **	.104				
Audit Member							-.309 **	.096	-.276 **	.094
Chairmanship									.303 ***	.080
Intercept	.487	.800	.527	.787	1.15 **	.657	.498	.771	1.081 **	.629
No. Obs.	233		233		233		233		233	
R-squared	.354		.370		.362		.398		.421	
F-value	11.48 ***		11.11 ***		15.31 ***		13.29 ***		16.17 ***	

Note: The symbols *,** and *** represent significance levels of 10 percent, 5 percent and 1 percent respectively.



Risultati

- Il compenso medio degli outsider inglesi è pari a 75,000 GBP, con una variabilità pari a 64,000 GBP.
- La variabilità del compenso è spiegata dalle seguenti variabili:
 - OUTSIDER: Meeting activity, Length of service, Popularity, Audit membership, Chairmanship
 - BOARD: Ceo Compensation e Board Diversity
 - SOCIETA': Settore economico e Dimensione
- La variabilità del compenso NON dipende da: genere ed esperienza dell'outsider, dimensione del board, CEO duality, struttura dei compensi, redditività della società.



Conclusioni e Implicazioni manageriali

- I meccanismi di retribuzione appaiono “attenti” a soddisfare gli interessi economici e sociali degli outsider; essi “premano” il ruolo, la responsabilità e la qualità del consigliere stimolandolo all’assunzione di un comportamento partecipativo nel board. Variabile determinante dei compensi è inoltre la dimensione della società.
- Il settore bancario riconosce un compenso agli outsider mediamente superiore rispetto ai settori hi-tech e farmaceutico legato alla maggiore popolarità ed alle maggiori responsabilità attribuite ai board bancari dalla regolamentazione di vigilanza.
- In sintesi, si ritiene che l’attenzione delle società quotate inglesi sia rivolta a promuovere un corretto funzionamento dei processi di governance mediante la definizione di efficaci meccanismi di remunerazione degli outsider.



Sviluppi di ricerca

- Ricerche successive potrebbero:
 - ampliare la dimensione del campione di analisi
 - ampliare il numero di regressori nel modello
 - confrontare differenti serie storiche
 - realizzare un'analisi cross-country confrontando Paesi con diversi modelli di governance