

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

Struttura sociale e esiti economici: il caso del mercato azionario italiano

This is the author's manuscript

Original Citation:

Availability:

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/1505024> since 2018-11-06T19:17:14Z

Published version:

DOI:10.1423/73573

Terms of use:

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

Struttura sociale e esiti economici: il caso del mercato azionario italiano

Joselle Dagnes

1. Introduzione

Nella percezione comune il sistema finanziario è considerato frequentemente come il *luogo* in cui meglio si realizzano le condizioni di funzionamento del mercato postulate dal paradigma economico neoclassico. L'analisi sociologica dei mercati finanziari, sviluppatasi negli ultimi vent'anni, ha però evidenziato che, anche in questo campo, gli aspetti cognitivi e relazionali giocano un ruolo fondamentale. Secondo questa prospettiva, per comprendere appieno il mondo della finanza è dunque necessario fare riferimento a dimensioni non strettamente economiche, chiamando in causa concetti quali la fiducia e la reputazione e considerando la struttura relazionale in cui sono inseriti gli attori che popolano i mercati (cfr. Baker 1984; Abolafia 1996, 1998; per una trattazione più ampia del tema si veda Mutti 2008).

Il contributo qui presentato si colloca in questo quadro, sviluppando un'indagine che mira a mettere in luce la presenza e la pervasività delle reti di imprese nel mercato azionario italiano. Il tema delle relazioni tra imprese negli ultimi anni è stato in più occasioni al centro del dibattito pubblico nel nostro paese. In numerose segnalazioni dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato¹ è stata infatti posta in evidenza la rilevanza dei rapporti fra attori economici collettivi. Il garante, nello specifico, ha più volte sottolineato come l'Italia si distingua da altri paesi per un'eccessiva presenza di legami personali e finanziari fra imprese concorrenti: un'indagine conoscitiva pubblicata nel 2009 e relativa agli assetti di governo societario di banche, compagnie assicurative e società di gestione del risparmio, quotate e non quotate, ha per esempio messo in luce che circa l'80% del campione selezionato ha almeno un membro del consiglio di amministrazione in comune con società direttamente concorrenti. Lo stesso rapporto evidenzia che il fenomeno è di fatto assente fra le imprese dei mercati azionari spagnoli e olandesi, mentre è presente ma in misura limitata in Francia (26,7%), Germania (43,8%) e Gran Bretagna (47,1%). A partire da questi dati, che configurano una relativa anomalia del nostro paese, l'attenzione delle autorità verso i rapporti fra imprese ha evidenziato le possibili conseguenze negative di un eccesso di legami interaziendali: essi infatti espongono a rischi di fallimenti di mercato, connessi alla formazione di intese o veri e

Sono grata a Filippo Barbera e a Nicola Negri, che hanno letto e commentato precedenti versioni di questo articolo, e agli anonimi referee che mi hanno fornito preziose indicazioni. Un ringraziamento particolare va a Luca Storti, con cui ho condiviso la struttura e lo sviluppo di questo lavoro. La responsabilità di quanto scritto è interamente mia.

¹ Si vedano a questo proposito le numerose segnalazioni inviate al Parlamento, al Governo e a altre amministrazioni su norme e progetti normativi, in base agli art. 21 e 22 della legge n. 287/1990.

propri cartelli. In questa direzione si collocano le indicazioni che il garante ha ripetutamente fornito al legislatore circa l'opportunità di intervenire nella regolazione della governance di impresa, al fine di garantire un "superamento dei legami personali tra concorrenti, c.d. *interlocking directorates*, soprattutto laddove tali legami si inseriscono in un rapporto ancora più complesso e non trasparente tra soggetti, al tempo stesso, finanziatori e finanziati" (AGCM 2009, p. 89).

La ricerca presentata in questo articolo muove dal dibattito sul ruolo delle reti di imprese proponendosi un duplice obiettivo: in primo luogo, intende ricostruire i legami personali esistenti tra le imprese italiane quotate in borsa nel periodo 2005-2010, interrogandosi su eventuali mutamenti in corso; in secondo luogo, attraverso l'analisi dei legami inter-organizzativi da un lato e delle performance aziendali dall'altro, si indagherà il rapporto tra struttura sociale e esiti economici, al fine di comprendere se e in che misura il funzionamento dei mercati finanziari è influenzato da variabili relazionali.

Il paper è così articolato: il secondo paragrafo ripercorre sinteticamente il contributo della sociologia economica all'analisi delle relazioni inter-organizzative, soffermandosi in particolare sul filone di studio degli *interlocking directorates* e sulla sua applicazione al caso italiano. In seguito, la ricerca condotta è presentata in due fasi: la prima, di taglio descrittivo, ricostruisce il reticolo di legami personali che collega le imprese italiane quotate in borsa (terzo paragrafo); la seconda, più analitica, mette a fuoco il rapporto tra dimensione strutturale e performance economica aziendale (quarto paragrafo). Nelle conclusioni, infine, i risultati emersi sono letti alla luce della recente crisi finanziaria.

2. Reti di imprese e *interlocking directorates*

A fronte di un ricco dibattito pubblico sull'esistenza e sul ruolo dei legami inter-organizzativi, colpisce che le scienze sociali si siano occupate del tema in misura limitata. Fatte salve alcune eccezioni, che approfondiremo nel presente paragrafo, la rete di relazioni tra imprese è stata infatti raramente oggetto di un interesse specifico, al punto che Granovetter lo ha definito il «problema invisibile» della sociologia economica (Granovetter 1995). Le ragioni di tale mancanza sono riconducibili, secondo l'autore, a due ordini di motivi. Primo, i rapporti tra imprese rimangono in molti casi celati agli occhi di coloro che non ne sono direttamente coinvolti: relazioni basate su legami informali – come nel caso di rapporti di amicizia o di frequentazione personale tra individui affiliati alle medesime società – e complesse forme di controllo esercitate attraverso strutture piramidali, solo per portare qualche esempio, sono infatti difficili da cogliere e rilevare da parte di un osservatore esterno. Il fatto stesso, poi, che statistiche e legislazione assumano come unità di riferimento la singola impresa favorisce l'invisibilità di forme intermedie di organizzazione, alle

quali di norma non viene riconosciuto alcuno status. In secondo luogo, in sociologia – come del resto nelle scienze economiche – si registra una carenza di strumenti analitici *ad hoc*, appositamente dedicati a questo livello di analisi, che ha reso di fatto meno praticabile la ricerca sul fenomeno.

Poste queste difficoltà, è comunque possibile identificare alcuni contributi teorici che hanno avuto il merito di spostare il focus dell'analisi dai singoli attori economici collettivi ai rapporti che tra di essi intercorrono, rappresentando pertanto un riferimento prezioso nello studio delle relazioni interaziendali. Un primo importante contributo all'analisi dei rapporti inter-organizzativi è quello fornito dall'economia dei costi di transazione, che concepisce l'impresa come struttura di governo degli articolati rapporti che hanno luogo tra soggetti economici diversi (Williamson 1975, 1985). Come noto, Williamson identifica due forme pure di tale organizzazione: quella gerarchica, basata su transazioni interne all'impresa (*to make*), e quella di mercato, che si fonda invece sulla stipula di contratti con fornitori esterni (*to buy*)². L'economia dei costi di transazione ha avuto il merito di operare una ridefinizione dei confini dell'impresa, intesi in modo più flessibile rispetto al modello classico, e di porre in rilievo il ruolo delle relazioni tra attori. I rilievi critici rivolti a questa prospettiva di analisi hanno invece rimproverato a Williamson un'eccessiva enfasi posta sull'efficienza economica, a dispetto della scarsa attenzione attribuita ad altri fattori – culturali, politici, istituzionali – che risultano necessari per una piena comprensione del comportamento economico delle imprese (cfr. Trigilia 2009). Una maggiore attenzione al ruolo di alcune delle dimensioni sociali richiamate è posta da Ouchi, il quale identifica una terza forma di governo delle transazioni oltre al mercato e alla gerarchia: il clan (Ouchi 1980). Secondo l'autore, transazioni complesse e di lungo periodo hanno luogo più facilmente se gli attori coinvolti condividono un repertorio di significati comuni: in questo caso, infatti, le relazioni economiche possono beneficiare del senso di appartenenza e del clima di fiducia esistente tra coloro che appartengono ad un medesimo gruppo. L'analisi sulle forme clanistiche di Ouchi si è rivelata particolarmente utile nella comprensione del successo dei capitalismi asiatici e, più in generale, ha permesso di rivalutare il ruolo che in sistemi economici contemporanei può essere giocato da elementi tipici delle società tradizionali. Nella stessa direzione dei contributi di Ouchi si muovono le critiche mosse all'economia dei costi di transazione da parte di Granovetter, il quale sottolinea come la forma organizzativa gerarchica, che secondo Williamson permette la gestione di transazioni complesse, sia nella realtà frequentemente sostituita da relazioni di mercato che beneficiano di “copertura sociale”, ovvero che hanno luogo tra attori legati da reti fiduciarie (Granovetter 1985). A questo

² In un primo tempo lo schema analitico elaborato da Williamson prevede che il governo delle transazioni possa avvenire esclusivamente mediante il ricorso all'impresa o, in alternativa, al mercato. Successivamente, tale quadro è stato ampliato per comprendere le caratteristiche delle risorse in gioco e la frequenza dello scambio, pervenendo così ad una più articolata definizione dei meccanismi di governo possibili (cfr. Williamson 1985).

proposito Granovetter recupera il concetto di “quasi impresa” di Eccles (1981): una forma di organizzazione intermedia tra i modelli idealtipici di mercato e gerarchia che comprende gli scambi economici tra imprese inserite in reti cooperative stabili (cfr. anche Bonazzi 2002). Come sottolineato da contributi successivi, forme ibride di questo tipo – che rimandano direttamente al concetto di *business group* – sembrano giocare un ruolo fondamentale nelle attuali forme di capitalismo: esse costituiscono forme distinte di coordinamento dell’attività economica, in cui prevalgono l’interdipendenza tra gli attori e la reciprocità (Powell 1990).

Le relazioni interaziendali, a cui ci siamo riferiti finora in termini generici, possono essere costituite da legami di natura diversa. Nello specifico, la letteratura ne individua tre tipi principali: personali, finanziari e commerciali (Scott 1991). I primi comprendono i rapporti di parentela, di amicizia e conoscenza reciproca; ne fanno inoltre parte gli *interlocking directorates*, ovvero i legami che intercorrono tra aziende che hanno in comune uno o più membri del consiglio di amministrazione. I legami finanziari sono invece riconducibili alla struttura proprietaria, alle partecipazioni azionarie e alla concessione di credito. Infine, i legami commerciali riguardano gli scambi di beni e servizi che avvengono regolarmente tra imprese collocate in punti diversi della filiera produttiva.

Nonostante la varietà di rapporti che possono intercorrere tra organizzazioni, gli studi sul fenomeno si sono nella quasi totalità dei casi limitati all’analisi di un particolare tipo di legame personale – gli *interlocking directorates* – a causa della maggiore disponibilità dei dati e, più in generale, dell’interesse suscitato dal fenomeno. Anche nella ricerca presentata in questo paper faremo riferimento alla composizione dei consigli di amministrazione per tentare di ricostruire, almeno parzialmente, la fitta trama relazionale esistente tra le imprese italiane quotate in borsa. Prima, però, ripercorriamo brevemente i principali contributi sul tema, con particolare riferimento al caso italiano.

Il fenomeno degli *interlocking directorates* inizia ad essere osservato nei primi anni del Novecento negli Stati Uniti, quando sulla scia della nuova regolazione antitrust (lo *Sherman Act* del 1890) vengono varate apposite commissioni incaricate di studiare la diffusione e la portata di potenziali pratiche collusive. I risultati mettono in luce un fenomeno di tali proporzioni³ che il legislatore decide di intervenire con alcune norme specifiche contenute nel *Clayton Antitrust Act* del 1914, le quali vietano gli incroci tra consigli di amministrazione di imprese direttamente concorrenti. Tali norme si rivelano però poco efficaci e sostanzialmente incapaci di arginare il fenomeno. La presenza di rapporti tra consigli di amministrazione continua pertanto ad essere

³ I risultati dell’indagine evidenziano ad esempio che nel 1904 il presidente della *First National Bank of New York* ricopriva la carica di consigliere di amministrazione in 38 diverse società; nello stesso anno la *National Bank of Commerce* e l’*Equitable Life Assurance* condividevano 14 consiglieri (Mizruchi 1982).

rilevante al punto che, nei decenni successivi, sono numerose le commissioni incaricate di monitorarne l'estensione e di proporre interventi in merito (cfr. Mizruchi 2007).

Le scienze sociali iniziano ad occuparsi di *interlocking directorates* con il lavoro di un economista, Dooley (1969), il quale osservando i rapporti tra le 250 maggiori società statunitensi in due punti nel tempo pone in evidenza il forte grado di interconnessione esistente e la sua persistenza: nel 1930, ad esempio, il 90% delle aziende oggetto di analisi condivide almeno un consigliere, mentre nel 1965 uno su otto tra gli *interlocks* rilevati coinvolge imprese direttamente concorrenti. Tali osservazioni mettono in luce il sostanziale fallimento delle politiche di limitazione in vigore dall'inizio del secolo ed accendono il dibattito sulle ragioni che sono all'origine dei legami intersocietari. Il concomitante sviluppo delle tecniche di *network analysis* fornisce il supporto metodologico necessario all'avvio di ricerche sul fenomeno.

Nell'ambito dello studio sugli *interlocking directorates* è possibile identificare due fasi, caratterizzate da una differente sensibilità analitica. La prima, che si sviluppa fra gli anni Settanta e Ottanta, è contraddistinta da un'ottica d'analisi stretta, concentrata esclusivamente sulla dimensione strutturale. In questa fase i ricercatori presuppongono una forte intenzionalità degli attori nella costruzione delle relazioni sociali e si interrogano dunque sulle motivazioni che li animano, dando vita a due diversi orientamenti. Il primo, detto inter-organizzativo, considera le imprese come entità dotate di interessi specifici, orientate innanzitutto alla sopravvivenza nel tempo ed al raggiungimento di obiettivi economici; nel perseguire tali interessi una strategia rilevante consiste nella creazione di legami con altre organizzazioni. Il secondo approccio, orientato agli attori⁴, muove invece dal presupposto che siano gli interessi individuali o di ceto, e non quelli societari, a promuovere la formazione di *interlocking directorates*. Gli orientamenti descritti definiscono uno spazio all'interno del quale è possibile collocare ipotesi più specifiche. Tra queste, le principali sono: l'ipotesi collusiva, che interpreta gli *interlocks* come meccanismi utilizzati dalle imprese per aggirare i principi di libera concorrenza; la cooptazione o il monitoraggio delle risorse, che descrive strategie interaziendali orientate all'acquisizione o al controllo di risorse scarse; la legittimazione, che considera la composizione del consiglio di amministrazione di un'impresa come una sorta di "biglietto da visita" nei confronti del mercato e dei consumatori; l'ipotesi della carriera individuale, che si concentra sulle scelte razionali dei singoli consiglieri; la coesione di classe, che interpreta gli *interlocking directorates* come uno strumento per la composizione degli interessi della classe sociale dominante (Mizruchi 1996).

⁴ La distinzione qui presentata riprende quella di Palmer (1983) tra *interorganizational perspective* e *intraclass perspective*; tuttavia, in questa sede, si è preferito comprendere nella seconda categoria tutti gli approcci che presuppongono un ruolo centrale dell'attore individuale nella creazione di legami che, in qualche modo, sono espressione di interessi personali.

La seconda fase degli studi sugli *interlocking directorates* – che chiameremo politico-istituzionale e che si sviluppa a partire dagli anni Novanta – assume invece una prospettiva analitica più ampia, mettendo a tema insieme agli aspetti strutturali anche fattori cognitivi, culturali e politici. Tale fase si contraddistingue per un più stretto rapporto tra ricerca empirica – sino a questo momento dominante negli studi sui rapporti tra consigli di amministrazione – e quadro teorico di riferimento. In particolare, relativamente a quest'ultimo aspetto, un contributo importante può essere rintracciato nello sviluppo della nuova sociologia economica. L'attenzione per la struttura relazionale, sino a questo momento limitata ad alcuni ambiti di studio molto specifici, acquista infatti un ruolo di primo piano con la diffusione del concetto di *embeddedness*. Come noto, tale concetto fa riferimento al radicamento sociale dell'azione economica, la quale è considerata sempre socialmente orientata e influenzata dalla rete di relazioni in cui il soggetto è inserito (Granovetter 1985). Se un primo arricchimento del quadro teorico a cui può essere ricondotta la letteratura sulle relazioni tra imprese è fornito dalla nuova sociologia economica, un ulteriore apporto proviene dallo sviluppo e dalla diffusione del neoistituzionalismo sociologico. I neoistituzionalisti propongono infatti una maggiore articolazione del concetto di *embeddedness*, capace di dare conto non solo della misura in cui le strutture sociali concrete definiscono vincoli e opportunità per l'azione economica, ma anche del ruolo autonomo esercitato dai fattori culturali nel plasmare gli interessi stessi degli attori (DiMaggio 1990, 1994; cfr. anche Trigilia 2009).

Anche grazie a questi contributi teorici, la seconda fase degli studi sugli *interlocking directorates* si caratterizza dunque per un approccio più attento al contesto (cfr. Stokman *et al.* 1985; Van Veen e Kratzer 2011). In particolare, viene dato risalto alle condizioni che concorrono a definire il ruolo delle relazioni inter-organizzative all'interno dell'azione economica ed al modo in cui questo avviene, anche in rapporto alle caratteristiche peculiari delle imprese coinvolte (cfr. ad esempio Heemskerk e Schnyder 2008; Carroll *et al.* 2010). L'attenzione è dunque rivolta a «la misura in cui il ruolo delle reti varia a seconda degli attori e delle situazioni»⁵ (Mizruchi *et al.* 2006, p. 310).

Venendo al caso italiano, il fenomeno dell'interdipendenza tra consigli di amministrazione nel nostro paese è noto sin dall'inizio del Novecento. In una delle prime ricerche sul tema, Luzzatto Fegiz nota che «sfogliando un annuario delle società per azioni si resta colpiti dalla frequenza con cui si ripetono, nei consigli d'amministrazione di società diverse, gli stessi nomi; ed anzi un più attento esame non fa che confermare la prima impressione, poiché non solo si trova che molte persone occupano due o tre seggi, ma non sono rare quelle che ne occupano quindici, venti ed anche di più» (Luzzatto Fegiz 1928, p. 127, citato in Ferri e Trento 1997).

⁵ Traduzione mia.

Al di là di questo contributo pionieristico, per un approfondimento è necessario aspettare la prima metà degli anni Ottanta, periodo in cui Chiesi conduce una ricerca sui rapporti tra consigli di amministrazione delle imprese italiane nel decennio precedente, applicando per la prima volta nel nostro paese le tecniche di *social network analysis* (Chiesi 1982, 1985). Più recentemente, alcuni studiosi di storia economica hanno invece ricostruito la rete di relazioni tra i consigli di amministrazione delle principali imprese italiane tra il 1911 e il 1972 (Vasta e Baccini 1997; Vasta e Rinaldi 2002; Bargigli e Vasta 2003). Sia Chiesi sia Vasta e colleghi, pur giungendo a risultati in parte discordanti, evidenziano da un lato la stabilità nel tempo delle strutture relazionali; dall'altro, nondimeno, la sensibilità del reticolo agli shock esogeni. A questo proposito, si osserva come alcuni importanti mutamenti normativi, quali ad esempio l'introduzione della legge bancaria nel 1936 e la nazionalizzazione del comparto elettrico nel 1962, siano stati in grado di modificare l'assetto complessivo del reticolo, contrastandone l'inerzia strutturale. L'incidenza del contesto istituzionale sulle relazioni interaziendali è stata confermata anche in anni recenti, in seguito all'introduzione di norme volte a regolamentare i mercati finanziari (cfr. Dagnes 2011).

Poiché la letteratura sottolinea l'effetto che alcuni rilevanti shock esogeni possono avere su assetti economico-relazionali consolidati, appare rilevante chiedersi se e in che misura l'avvento della crisi finanziaria abbia ridisegnato i rapporti tra le imprese italiane. La portata e l'estensione delle turbolenze in atto potrebbero infatti introdurre elementi di discontinuità con il passato e, almeno in termini di ipotesi, porre in discussione gli equilibri pregressi.

3. Attori e relazioni nel reticolo degli *interlocking directorates*

In questo paragrafo descriveremo il reticolo dei consigli di amministrazione delle imprese quotate in borsa nel periodo 2005-2010, con un duplice obiettivo: innanzitutto, ricostruire l'intreccio relazionale esistente, al fine di metterne in luce le principali caratteristiche; in secondo luogo, mostrare eventuali mutamenti in corso. In particolare, ci soffermeremo su alcuni aspetti che, secondo De Nooy, Mrvar e Batagelj (2005), costituiscono gli elementi fondamentali per la definizione dell'assetto complessivo di un reticolo: il numero e la distribuzione dei nodi, il numero e le caratteristiche dei legami, le misure di densità e centralizzazione⁶.

Il numero di imprese quotate in borsa nel periodo considerato risulta piuttosto stabile, oscillando tra le 270 e le 291 unità, per un totale di 1.682 società nei 6 anni (tab.1). Di queste, il 44% circa appartiene al macro-settore industriale, mentre le restanti si suddividono equamente tra il comparto

⁶ La base empirica della ricerca è costituita da fonti secondarie relative alla composizione dei consigli di amministrazione rese disponibili da Consob, Mediobanca e Borsa Italiana, a partire dalle quali è stata ricostruita, per ciascuno degli anni considerati, la matrice di incidenza degli *interlocking directorates*. L'analisi dei dati è stata quindi condotta attraverso software specifici che hanno permesso il calcolo di statistiche di struttura, relative all'intero reticolo, e di posizione, riguardanti i singoli nodi.

finanziario e quello dei servizi. Le aziende osservate sono prevalentemente di grandi dimensioni: oltre l'80% supera infatti i 50 milioni di euro di fatturato annuo, la soglia individuata dall'Unione Europea per distinguere le grandi imprese dalle Pmi⁷. Per contro, la percentuale di aziende appartenenti alla classe dimensionale più ridotta (fino a 10 milioni di euro di fatturato annuo) non supera il 3%⁸.

Il reticolo degli *interlocking directorates* di cui fanno parte le imprese descritte si caratterizza nel periodo 2005-2010 per la presenza di un componente principale, ovvero di una porzione di reticolo che comprende la maggior parte delle società⁹. Tale porzione risulta molto estesa, raccogliendo in ciascun anno di osservazione non meno del 70% delle imprese. Più precisamente, nel 2005 il 79,9% dei nodi del reticolo appartiene al componente principale; negli anni successivi, la percentuale tende a decrescere, fino al 71,5% del 2010¹⁰. In altri termini, possiamo affermare che il sistema delle aziende italiane quotate in borsa evidenzia una forte interconnessione determinata dalla composizione dei consigli di amministrazione, articolandosi intorno ad un vasto nucleo che comprende oltre i due terzi delle società presenti nel reticolo.

È inoltre rilevante notare che le imprese escluse dal componente principale tendono ad essere isolate e a non costituire componenti minori di dimensioni significative: con la sola eccezione di un elemento formato da 4 nodi nel 2005, nel periodo osservato sono presenti unicamente diadi o triadi, in numero contenuto, e imprese prive di legami¹¹. Lo scenario che emerge si caratterizza dunque per l'esistenza da un lato di un nutrito gruppo di *insider* fortemente interconnessi gli uni agli altri, dall'altro per una minoranza di *outsider* sostanzialmente isolati, con una carenza di forme di organizzazione intermedie.

⁷ Soglie dimensionali individuate sulla base del Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005, che a sua volta recepisce la raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003.

⁸ Il forte sbilanciamento dimensionale evidenziato tra le imprese italiane quotate in borsa costituisce un'anomalia nel quadro europeo. Selezionando come spartiacque fra Pmi e grandi imprese la soglia dei 100 milioni di euro di fatturato annuo, pari al doppio di quella adottata dalla Commissione Europea, nel 2009 le società italiane di grandi dimensioni quotate rappresentano infatti circa il 75% della popolazione, contro il 58% della Francia, il 41% della Germania e il 40% della Gran Bretagna (Plattner 2010). Pur non essendo il tema specifico di questo contributo, è rilevante sottolineare che il nostro paese, noto per la diffusione delle piccole e medie imprese, manca di una legislazione specifica atta a favorire la quotazione di società di dimensioni ridotte. Le Pmi sono infatti sottoposte ad una disciplina normativa identica a quella delle grandi imprese, con costi non proporzionati alla dimensione aziendale. Il disincentivo rappresentato da un regime di questo tipo risulta ancora più evidente nel confronto con il mercato azionario statunitense, in cui il processo di semplificazione per le cosiddette *smaller companies*, iniziato nel 1992 e perfezionato nel 2007, ha contribuito in misura rilevante a favorire la quotazione di imprese di dimensioni ridotte.

⁹ Il componente principale è definito come il massimo sottografo disconnesso presente in un reticolo (Chiesi 1999).

¹⁰ Il componente principale del reticolo degli *interlocking directorates* comprende il 79,9% delle imprese nel 2005, il 76,9% nel 2006, il 72,2% nel 2007, il 73,6% nel 2008, il 72,6% nel 2009, il 71,5% nel 2010.

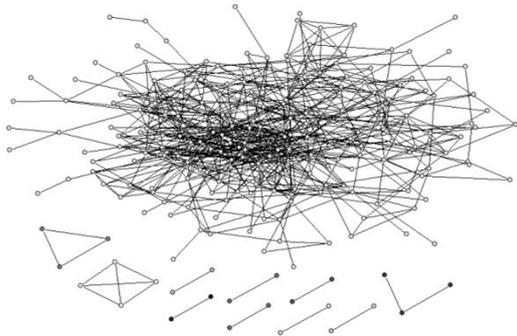
¹¹ Più nel dettaglio: oltre al componente principale e ai nodi isolati, nel 2005 si osservano un elemento composto da 4 nodi, 2 triadi e 7 diadi; nel 2006 una triade e 5 diadi; nel 2007 e 2008 una triade e 7 diadi; nel 2009 una triade e 2 diadi; nel 2010 4 diadi.

Tabella 1: Principali caratteristiche del reticolo degli *interlocking directorates* delle imprese italiane quotate in borsa nel periodo 2005-2010

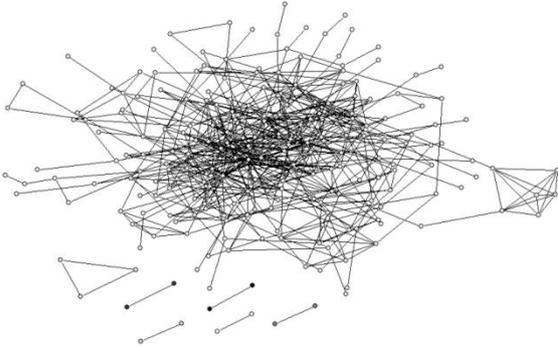
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ampiezza del reticolo	271	281	291	288	281	270
Ampiezza componente principale	203	216	210	212	204	193
Nodi isolati	44	52	64	59	70	69
<i>Degree</i> medio	5,1	4,7	4,3	4,2	3,8	3,7
<i>Degree</i> massimo	40	32	31	33	30	28
N° legami	697	656	621	603	536	497
di cui multipli	142	124	117	112	96	96
Indice di densità	0,019	0,017	0,015	0,015	0,014	0,014
Indice di centralizzazione	0,130	0,098	0,093	0,101	0,094	0,091

Un ulteriore dato di interesse riguarda il grado (*degree*) dei nodi, che fornisce una prima indicazione del livello di integrazione delle imprese nel reticolo (Chiesi 1999). Il numero medio di legami di ciascun nodo è elevato, anche se in calo nel periodo considerato: nel 2005 ogni impresa è connessa in media con 5,1 nodi, nel 2010 con 3,7 nodi (tab.1). Alcuni nodi mostrano tuttavia un numero di legami decisamente superiore: nel 2005, infatti, si osserva una società che attraverso membri comuni del consiglio di amministrazione è direttamente collegata a 40 altre imprese quotate in borsa. Il numero massimo di legami osservati tende a decrescere negli anni successivi, attestandosi intorno a 30.

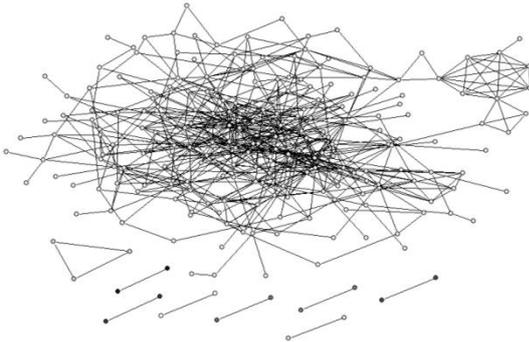
Figura 1: Rappresentazione grafica del reticolo degli *interlocking directorates* delle imprese italiane quotate in borsa nel periodo 2005-2010



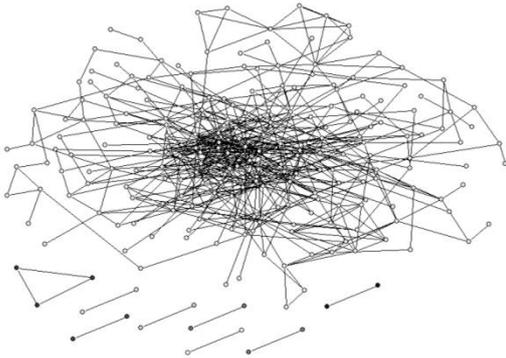
Anno 2005



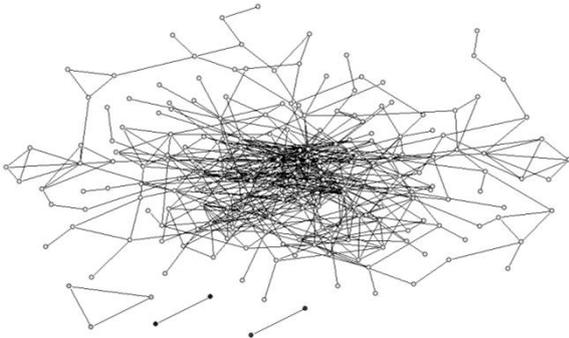
Anno 2006



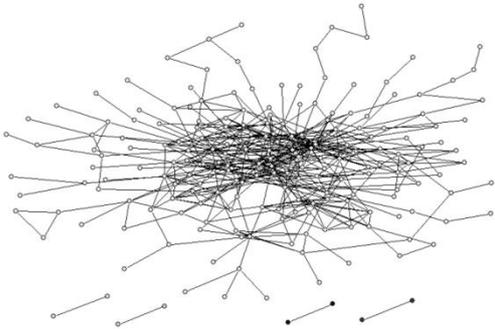
Anno 2007



Anno 2008



Anno 2009



Anno 2010

Approfondiamo ora la struttura dei legami presenti nel reticolo. In figura 1 osserviamo una rappresentazione grafica dei componenti esistenti nel reticolo degli *interlocking directorates* negli anni 2005-2010. Tale rappresentazione, pur non fornendo misure specifiche, permette di avere una prima idea delle principali caratteristiche del reticolo (Krempel 2004) e dunque, nel nostro caso specifico, di notare come negli ultimi anni vi sia una certa diminuzione del numero di legami esistenti. L'impressione è confermata dai dati in tabella 1: a fronte di un numero di nodi comparabili, nel 2005 i legami tra imprese sono 697 (di cui il 20,4% multipli, ovvero originati dalla condivisione da parte di due imprese di almeno due membri del consiglio di amministrazione), quindi diminuiscono progressivamente negli anni successivi fino ad arrivare a 497 nel 2010, di cui il 19,3% multipli.

Sempre in tabella 1 sono riportati, per i cinque anni selezionati, i valori degli indici di densità e di centralizzazione¹². L'indice di densità varia fra 0 e 1 e può essere interpretato come la probabilità che due qualsiasi nodi del reticolo, selezionati in modo casuale, siano tra loro collegati (Chiesi 1999). La densità del reticolo degli *interlocking directorates* appare decisamente bassa, variando fra lo 0,019 del 2005 e lo 0,014 del 2010: siamo dunque di fronte, in ciascuno degli anni considerati, a un reticolo a maglia larga. Il valore ridotto dell'indice di densità non deve generare sorpresa: in termini generali, infatti, si tratta di un risultato comune quando si studiano *network* estesi, che non indica necessariamente un basso grado di coesione fra i nodi¹³ (Newman *et al.* 2002).

Il secondo indice in tabella 1 rappresenta una misura della centralizzazione del reticolo, ovvero del grado complessivo di gerarchizzazione dello stesso. Tale indice può variare tra 0 e 1, valori che indicano rispettivamente il minimo e il massimo grado di disuguaglianza nella posizione dei nodi all'interno del reticolo (Wasserman e Faust 1994). Un valore prossimo allo 0 denota pertanto un reticolo nel quale tutti i punti hanno un indice di centralità simile, ovvero occupano posizioni strutturalmente equivalenti; all'opposto, un indice pari a 1 indica invece una forte concentrazione dei legami attraverso un unico nodo ed una posizione periferica da parte degli altri, così come avviene in un grafo a stella (Chiesi 1999). Nel reticolo degli *interlocking directorates* il valore

¹² La densità rappresenta una misura del rapporto fra il numero di legami esistenti nel reticolo e quello dei legami possibili, ovvero il numero di legami che si osserverebbero se ciascun nodo fosse collegato con tutti gli altri (Wasserman e Faust 1994).

¹³ Come dimostrato da Friedkin (1981), in reticoli di grandi dimensioni è possibile osservare un elevato grado di interconnessione dei nodi anche a fronte di bassi valori dell'indice di densità. Più nello specifico, la "raggiungibilità" dei nodi a partire da un punto qualsiasi del reticolo viene misurata mediante la *reachability*, pari alla proporzione di coppie di nodi connesse da un *path* (sentiero) di lunghezza finita (Wasserman e Faust 1994). Friedkin mostra che reticoli estesi hanno un grado di *reachability* prossimo a 1 anche a densità molto basse. Per averne conferma, abbiamo adottato una procedura di generazione casuale di un elevato numero di reticoli (N=1.000) con ampiezza pari a quelli che stiamo osservando e densità variabile, calcolando poi su questi network la misura di *reachability*. I risultati mostrano che un reticolo con 280 nodi raggiunge una *reachability* prossima a 1 anche a densità molto basse (con densità pari a 0,01 oltre l'80 per cento dei nodi risulta connesso, con densità pari a 0,015 il 93 per cento circa, a partire da densità pari a 0,02 la *reachability* raggiunge il 100 per cento). Anche nel nostro caso specifico la *reachability* risulta piuttosto elevata: nel 2007, ad esempio, a fronte di una densità dello 0,015 il grado di *reachability* è pari al 58,5 per cento.

dell'indice di centralizzazione risulta piuttosto basso e in calo nel periodo osservato: varia infatti da 0,130 nel 2005 a 0,091 nel 2010. Siamo dunque di fronte a valori non distanti dallo 0, che indicano uno scarso livello di gerarchizzazione. La struttura osservata si caratterizza infatti per un numero limitato di nodi che godono di posizioni di estremo prestigio a scapito di altri fortemente periferici; al contrario, le forme relazionali esaminate risultano diffuse e disegnano posizioni strutturali ugualmente favorevoli per un elevato numero di nodi.

In sintesi, i dati che abbiamo presentato restituiscono l'immagine di una popolazione di imprese strettamente interconnessa, in cui prevale un componente principale molto esteso. Le società che non ne fanno parte, per contro, risultano isolate, essendo prive di legami o coinvolte in rapporti diadici o triadici. Il numero complessivo dei legami presenti nel reticolo degli *interlocking directorates* non è così elevato da definire un reticolo a maglie strette, in cui tutti i nodi sono adiacenti, ma è sufficiente a garantire l'integrazione della maggior parte delle imprese. In generale, la struttura del reticolo appare diffusa e ampiamente inclusiva, con pochi *hub* accentratori e un numero ragguardevole di società che occupano posizioni strutturalmente equivalenti.

Nel corso del periodo preso in esame non si osservano cambiamenti rilevanti; ciò nonostante, sembra emergere un tendenziale rilassamento della struttura relazionale, rintracciabile in particolar modo negli ultimi anni. Più nello specifico, adottando una prospettiva longitudinale è possibile notare un aumento dei nodi isolati e una diminuzione del numero di legami esistenti.

4. Legami inter-organizzativi e performance aziendale

Nel paragrafo precedente abbiamo messo in luce l'esistenza, tra le imprese quotate in borsa, di un fitto reticolo relazionale, fondato sulla compartecipazione nei consigli di amministrazione. I timori espressi dall'Autorità antitrust relativi ad una presenza anomala, nel mercato azionario italiano, di rapporti tra attori economici collettivi potenzialmente lesivi per la concorrenza (cfr. par.1) hanno dunque un riscontro empirico. L'esistenza di una rete inter-organizzativa particolarmente estesa, pur costituendo un indizio rilevante, non è tuttavia di per sé sufficiente a ipotizzare l'uso di tale struttura per scopi specifici. Infatti, come già richiamato nel secondo paragrafo, la funzione degli *interlocking directorates* rappresenta una questione non risolta nello studio del fenomeno. Sebbene molti autori considerino verosimile l'ipotesi di un uso strumentale dei legami interaziendali da parte delle imprese, per stabilire o rafforzare intese anticoncorrenziali e posizioni dominanti dannose per il libero mercato, tale orientamento è nei fatti difficilmente verificabile. Per questi motivi, in anni recenti si è diffuso un approccio più morbido, che evita di considerare gli *interlocking directorates* come meri strumenti di controllo, evidenziandone invece le potenzialità come canali attraverso i quali circolano informazioni (Davis 1991; Haunschild 1993).

Le reti interaziendali vengono dunque concepite come *opportunity structures* che, a prescindere dalla motivazione più o meno intenzionale che è all'origine della loro creazione, una volta presenti possono essere attivate dalle imprese per raggiungere i propri scopi (Heemskerk 2007).

La nuova prospettiva non ha tuttavia impedito ai ricercatori di continuare ad interrogarsi sugli effetti che i reticoli inter-organizzativi possono avere sul sistema economico nel suo complesso e sui risultati delle singole imprese, al fine di comprendere se e in che misura le variabili relazionali influenzino il funzionamento dei mercati. A questo proposito, diversi studi empirici hanno indagato il rapporto tra posizione all'interno del reticolo e redditività aziendale, ipotizzando una relazione positiva tra le due dimensioni. L'idea di fondo è che se gli *interlocking directorates* sono strumenti utilizzati dalle imprese per ottenere una posizione di vantaggio, sia attraverso la creazione di cartelli sia mediante la cooptazione di risorse scarse, al crescere della centralità nella rete deve corrispondere un miglioramento della performance economica aziendale. Le principali ricerche condotte sull'argomento hanno però ottenuto risultati contrastanti. Pennings (1980) e Burt (1983), nei loro studi su campioni di società statunitensi, individuano una relazione nulla o minima tra posizione dei nodi all'interno del reticolo e risultati economici; altre ricerche mostrano invece come, all'aumentare del numero di legami, aumenti anche la redditività dell'impresa (si veda ad esempio Carrington 1981 sul caso canadese; Fligstein e Brantley 1992 sugli Stati Uniti). Infine, alcuni autori evidenziano che sono le organizzazioni con le performance peggiori a dare vita più frequentemente a *interlocks* (Dooley 1969; Allen 1974; Mizruchi e Stearns 1988; Lang e Lockhart 1990; Boeker & Goodstein 1991). Quest'ultimo risultato è peraltro confermato da una delle rare ricerche di taglio qualitativo sul tema, da cui emerge che le aziende che versano in difficoltà tendono a dare vita con maggiore frequenza a rapporti di *interlocking directorates*, legandosi in particolare ad istituti finanziari: tale tendenza sembra essere più forte nei periodi di crisi economica¹⁴ (Richardson 1987).

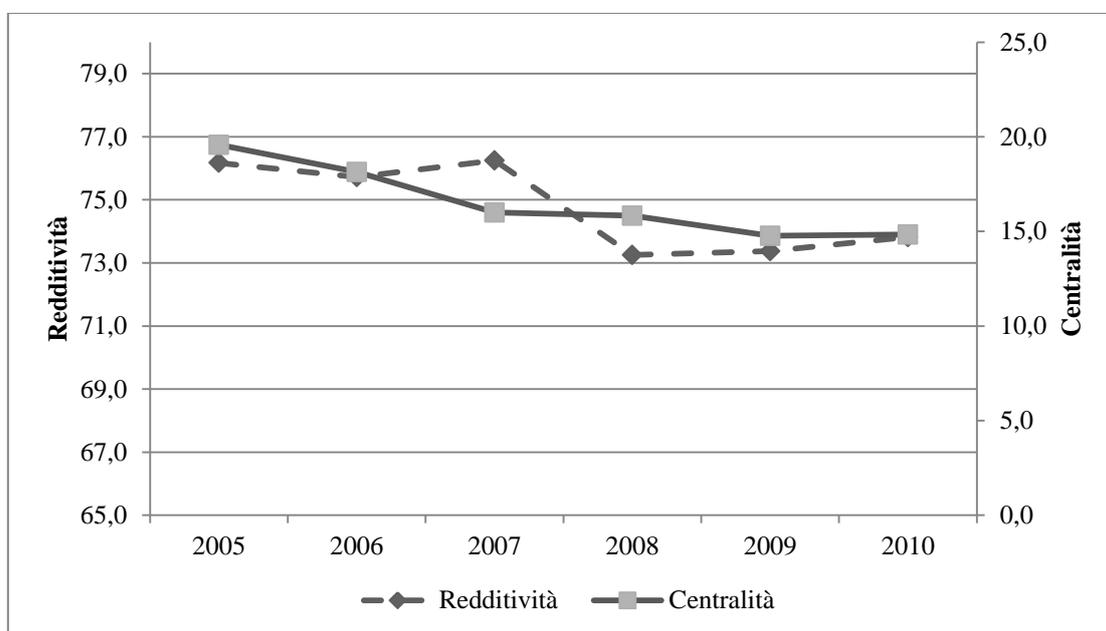
I risultati empirici raggiunti appaiono dunque discordanti e non permettono di definire in modo univoco il rapporto tra le due dimensioni prese in considerazione. Più in generale, si riconosce che l'effetto delle relazioni interaziendali può variare nel tempo e a seconda del contesto osservato: pertanto, per comprendere se e in che modo queste esercitano un'influenza, è opportuno concentrarsi su casi di studio socialmente e spazialmente situati (Lang e Lockhart 1990; Mizruchi 1996; Mizruchi *et al.* 2006). Per questi motivi, può essere di interesse osservare le caratteristiche

¹⁴ Queste ricerche sembrerebbero avvalorare l'ipotesi del monitoraggio delle risorse, a cui si è già fatto riferimento nel paragrafo 2, suggerendo di fatto che sia la redditività ad influenzare il numero di *interlocks* e non il contrario. Queste considerazioni contrastano però con le riflessioni di altri autori concentrandosi sulle scelte razionali dei singoli soggetti, ritengono che gli individui preferiscano entrare a far parte del consiglio di amministrazione di aziende in buona salute (Pennings 1980); la preferenza individuale può quindi entrare in conflitto e interagire con le scelte delle imprese.

posizionali dei legami inter-organizzativi da un lato e delle performance aziendali dall'altro in un arco di tempo circoscritto e in un contesto profondamente in divenire, come quello definito dall'insorgere della recente crisi finanziaria.

La figura 2 mostra i valori medi dell'indice di centralità e dell'indice di redditività normalizzati delle imprese italiane quotate in borsa per il periodo 2005-2010¹⁵. Il grafico evidenzia che, negli anni considerati, si assiste ad una generale diminuzione dell'indice di centralità, che passa da 19,6 nel 2005 a 14,8 nel 2010: come già evidenziato nel paragrafo precedente, si osserva dunque una progressiva riduzione del numero medio di legami che ciascun nodo intrattiene. Nello stesso periodo, l'indice di redditività si mantiene sostanzialmente stabile nei primi tre anni, attestandosi intorno al valore di 76, quindi scende a 73 nel 2008, senza ulteriori variazioni di rilievo. In questo andamento sono dunque identificabili due fasi distinte: la prima, corrispondente agli anni 2005-2007, si caratterizza per una performance aziendale media migliore rispetto alla seconda, che corrisponde agli anni 2008-2010. Inoltre, in quest'ultima fase si osserva anche una maggiore variabilità nella redditività delle singole imprese, con una deviazione standard dell'indice di redditività che oscilla tra 6,3 e 7,5 nel periodo 2005-2007 e tra 9,8 e 11 nel triennio 2008-2010. Il calo generalizzato si accompagna dunque ad un aumento delle differenze in termini di performance.

Figura 2: Indice di redditività e indice di centralità delle imprese italiane quotate in borsa nel periodo 2005-2010



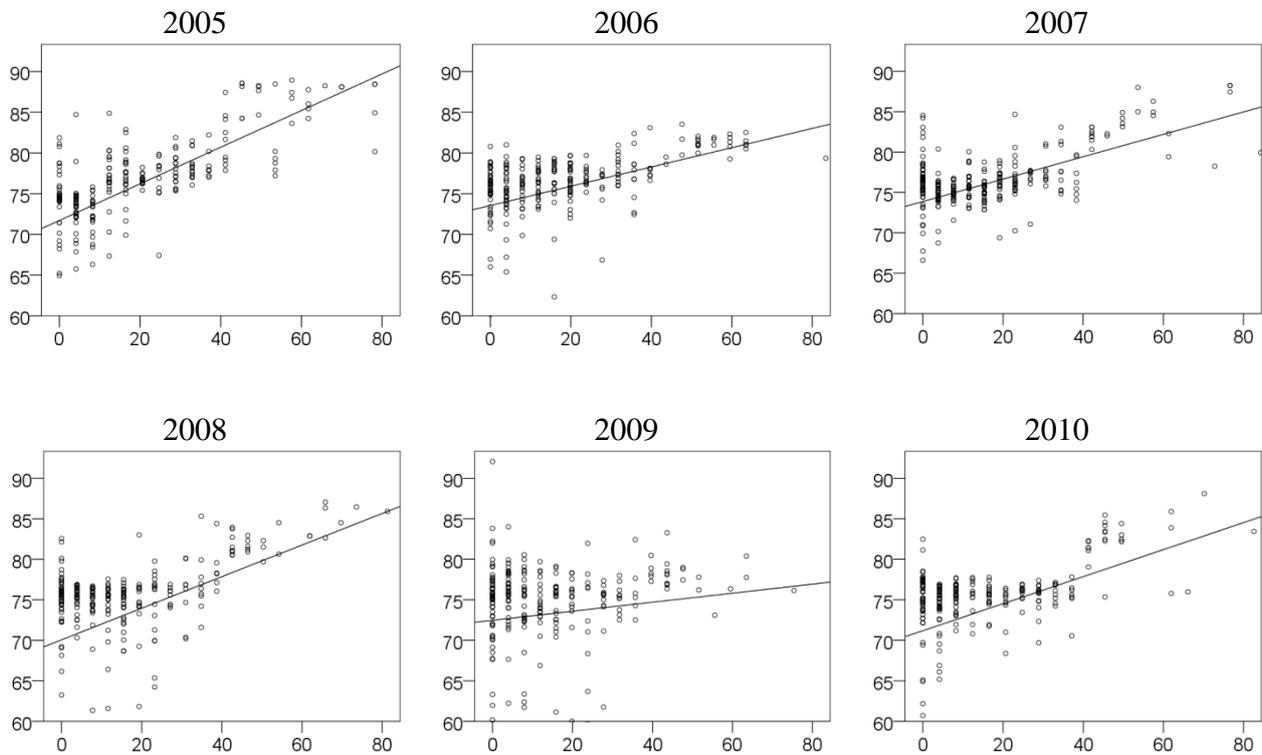
¹⁵ Indice di centralità locale misurato come grado di ciascun nodo (*degree*); indice di redditività del capitale proprio pari al RoE (*Return on Equity*), calcolato come rapporto tra reddito netto e capitale proprio. Entrambi gli indici sono stati in seguito normalizzati e ricondotti ad un campo di variazione di ampiezza 0-100.

La diminuzione osservata negli indici di centralità e di redditività delle imprese non è tuttavia imputabile ai medesimi fattori. L'analisi della varianza ha infatti permesso di evidenziare che l'87% della disuguaglianza in termini di performance è legata a variazioni del contesto, nella fattispecie dunque al sopraggiungere della crisi, mentre la quota scende al 30% circa per quanto riguarda la centralità¹⁶. Dunque, mentre la posizione all'interno del reticolo sembra essere associata in primo luogo alle caratteristiche dell'impresa, i risultati economici risultano essere più esposti ad eventi esogeni.

Veniamo ora all'analisi descrittiva della relazione tra le due dimensioni. I grafici in figura 3 mostrano la variazione media tra la variabile centralità e la variabile redditività per ciascun anno di osservazione. È possibile rilevare che vi è una tendenziale correlazione positiva tra le due variabili, ovvero che al crescere della centralità tende a crescere anche la redditività e viceversa. Tale relazione sembra persistere nel tempo, con una sola eccezione: nel 2009, infatti essa appare molto meno forte rispetto agli anni precedenti e a quello successivo.

¹⁶ Per stimare questa percentuale i dati sono stati utilizzati come panel nel periodo 2005-2010, osservando non solo la variazione complessiva dei valori di centralità e redditività nel tempo, ma anche la misura in cui tali valori si sono modificati per le imprese che risultano quotate in borsa per più anni consecutivamente e che quindi possono essere osservate secondo una prospettiva longitudinale. Nello specifico, si è stimato il contributo dato alla varianza totale da: a) la varianza interna ai gruppi (varianza *within*), corrispondente ai mutamenti nei valori di centralità e redditività osservabili nelle stesse imprese in anni diversi e dunque, in via di principio, legate a cambiamenti nel contesto; b) la varianza tra i gruppi (varianza *between*), corrispondente alle variazioni nei valori di centralità e redditività tra imprese diverse, riconducibili dunque a differenze connesse alle caratteristiche delle singole imprese.

Figura 3: Variazione media tra indice di centralità e indice di redditività per le imprese italiane quotate in borsa nel periodo 2005-2010



È possibile ipotizzare che nei dati presentati sia rintracciabile un “effetto crisi”, che proviamo brevemente a delineare. La tempesta che ha investito i mercati finanziari ha ridotto la redditività media della aziende, segnando un peggioramento generalizzato delle performance aziendali a partire dal 2008. L’impatto della crisi sembra inoltre aver scompaginato alcuni tratti della struttura di mercato, indebolendo almeno temporaneamente la relazione tra posizione nel reticolo inter-organizzativo e risultati economici. In altri termini, se fino al 2008 è possibile sostenere che le imprese che godono di una miglior collocazione all’interno del reticolo degli *interlocking directorates* sono anche quelle che ottengono risultati migliori, nel 2009 tale relazione sembra almeno in parte venire meno. Nel 2010, però, la situazione degli anni precedenti appare ripristinata, pur a livelli medi di performance ancora al di sotto di quelli registrati nel primo triennio. Possiamo immaginare dunque che, dopo l’impatto iniziale della crisi, vi sia stato un adattamento alla nuova situazione che ha ristabilito l’ordine pregresso, tornando a premiare in termini di risultati economici le società maggiormente *embedded*.

Per cercare di dare conferma allo scenario delineato, proponiamo un modello che stima, per i diversi anni, la redditività in funzione della centralità nel reticolo inter-organizzativo, al netto degli

effetti del macro-settore di attività e della dimensione d'impresa¹⁷. I risultati mostrati in tabella 2 confermano l'esistenza di un legame tra posizione strutturale e performance aziendale. La relazione tra le due dimensioni, come anticipato, appare solida e significativa per tutto il periodo considerato con la sola eccezione del 2009, anno in cui risulta fortemente indebolita ($\beta = 0,03$) perdendo inoltre di significatività.

Tabella 2: Fattori di influenza sulla redditività (indice Roe normalizzato) delle imprese italiane quotate in borsa, anni 2005-2010 (coefficienti non standardizzati e errore standard del modello di regressione lineare)

	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	β	$\sigma(\beta)$										
Centralità	0,20	0,02	0,10	0,02	0,14	0,02	0,18	0,04	0,03	0,03	0,16	0,04
<i>Macro-settore di attività</i>												
Industriali*	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-
Servizi	0,88	0,95	-1,44	0,85	-0,95	0,89	-0,28	1,51	2,82	1,27	2,79	1,52
Finanziari	0,89	0,94	0,67	0,87	-2,99	0,93	-1,29	1,55	1,87	1,34	0,59	1,58
<i>Classe dimensionale</i>												
Piccola impresa*	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-	0	-
Media impresa	-3,25	0,93	-1,98	0,82	0,67	0,85	-2,75	1,43	-2,47	1,23	-1,19	1,48
Grande impresa	-7,31	2,39	-1,19	2,42	1,81	2,58	0,16	3,55	-3,34	2,98	-0,35	3,30
Costante	72,57	0,76	74,60	0,66	73,95	0,69	71,60	1,21	72,36	0,98	70,71	1,17
	N= 256		N= 272		N= 280		N= 273		N= 265		N= 252	

* «Industriali» e «Piccola impresa» sono le categorie di riferimento.

Attraverso il modello proposto abbiamo dunque stimato lo specifico effetto esercitato dalla centralità sulla redditività di impresa, osservando la misura in cui questo varia nei diversi anni. Occorre però sottolineare che il nesso tra le due dimensioni si presta ad una duplice interpretazione: se è infatti ragionevole supporre che la numerosità dei legami intrattenuti da una società condizioni, insieme ad altri fattori, il livello di performance economica, non vi è motivo per non ritenere che essa possa esserne, altresì, una delle conseguenze. Nel primo caso, l'essere fortemente interconnessi con i propri pari favorisce il successo economico (è questa l'assunzione di norma presente in letteratura); nel secondo, un buon risultato stimola la creazione di legami, rendendo più desiderabili

¹⁷ Attraverso il macro-settore di appartenenza è possibile distinguere 3 categorie di attività: industriali, servizi e finanziari; nel caso di imprese operanti in più settori la classificazione si riferisce alla principale attività svolta. Le classi di dimensione aziendale sono state definite facendo riferimento alle indicazioni contenute nel Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005, che a sua volta recepisce la raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003. Nello specifico, le soglie individuate sono le seguenti: piccola impresa (fatturato annuo inferiore ai 10 milioni di euro), media impresa (fatturato annuo compreso tra i 10 e i 50 milioni di euro), grande impresa (oltre 50 milioni di euro di fatturato annuo).

da un punto di vista relazionale le imprese che vantano le migliori performance. Detto in altri termini, potremmo essere di fronte ad una “rete di vincenti” o a “imprese in rete per vincere”.

La riflessione proposta non intende suggerire la necessità di propendere in modo esclusivo, sulla base di presupposti teorici, per una delle due direzioni causali. Piuttosto, vogliamo richiamare l’attenzione sull’opportunità di tenere conto di meccanismi diversi, che possono essere all’opera simultaneamente, e della loro reciproca interazione.

In generale, una delle questioni più annose nello studio dei reticoli inter-organizzativi riguarda proprio l’ordine causale degli elementi considerati. Frequentemente, infatti, i legami possono essere interpretati sia come causa sia come effetto di un determinato fenomeno: ad esempio, la presenza di *interlocking directorates* tra banche e imprese che condividono interessi finanziari comuni – si immagini il caso di un rapporto creditizio – può a rigor di logica essere considerata sia antecedente sia successiva al rapporto stesso. Nel primo caso i rapporti personali, determinati dagli *interlocks*, costituiscono un terreno fiduciario fertile per la nascita di legami di natura finanziaria, mentre nel secondo siamo di fronte al tentativo da parte dell’istituto creditizio di monitorare, attraverso la collocazione di propri rappresentanti nei consigli di amministrazione delle imprese, le scelte di investimento di coloro ai quali è stato concesso il prestito di capitali.

Poiché entrambe le prospettive appaiono plausibili, in casi come questi risulta fondamentale, dopo aver accertato l’esistenza di una relazione, procedere ad un supplemento di indagine al fine di meglio articolare l’origine del rapporto emerso, considerando i diversi meccanismi in gioco e la loro reciproca combinazione nello specifico caso osservato (Stearns e Mizruchi 1993). Tale integrazione, che si pone al di là degli obiettivi del presente lavoro, potrebbe essere proficuamente condotta mediante l’uso congiunto di tecniche di analisi quantitativa e qualitativa, così come recentemente suggerito da alcuni autori (Crossley 2010).

5. Conclusioni

Nel presente articolo abbiamo perseguito due obiettivi distinti, anche se strettamente collegati. In una prima fase, a partire dai rapporti determinati dalla condivisione di membri dei consigli di amministrazione (*interlocking directorates*), abbiamo ricostruito il reticolo inter-organizzativo tra le imprese italiane quotate in borsa nel periodo 2005-2010. Abbiamo quindi accertato l’esistenza di una struttura relazionale complessa che coinvolge i principali attori del mercato finanziario italiano. Specificamente, abbiamo evidenziato l’esistenza di una fitta trama relazionale, che comprende in ciascun anno di interesse non meno del 70% delle società. La struttura emersa mostra una certa stabilità nel tempo, senza cambiamenti rilevanti nell’intervallo considerato, anche se è possibile osservare una tendenziale diminuzione del grado di interconnessione reciproca, con un aumento del

numero di imprese completamente isolate e un calo del numero complessivo di legami. Nondimeno, il reticolo descritto appare sufficientemente ampio per assicurare l'integrazione della maggior parte delle aziende.

Acquisito lo scenario di sfondo, nella seconda fase ci siamo quindi soffermati sul rapporto esistente tra posizione strutturale e performance aziendale, muovendo dall'ipotesi di una relazione positiva tra le due dimensioni e chiedendoci se tale rapporto sia stato in qualche modo perturbato dal sopraggiungere della crisi finanziaria. La nostra analisi ha evidenziato un effetto specifico della centralità strutturale sulla redditività d'impresa, confermando dunque l'opportunità di indagare dimensioni non strettamente economiche – nel caso specifico, riconducibili al capitale relazionale di cui ciascuna azienda dispone – al fine di meglio comprendere gli esiti economici di una singola unità produttiva così come di un intero mercato. Abbiamo osservato inoltre come, con l'avvento della crisi, la relazione tra centralità e redditività si sia sulle prime indebolita, ma che successivamente l'equilibrio pregresso si è ricostituito, sebbene in un quadro di complessivo peggioramento economico. Le acquisizioni raccolte sono dunque compatibili con l'idea che, dopo un iniziale disorientamento dovuto all'emergere di un rilevante shock esogeno, sia iniziato un processo di adattamento alla nuova situazione, capace di ripristinare i rapporti di potere preesistenti.

I dati presentati, se da un lato confermano l'esistenza di un reticolo inter-organizzativo di dimensioni ed estensione anomale all'interno del mercato azionario del nostro paese, dall'altro non escludono che la struttura rintracciata possa svolgere una funzione di coordinamento tra gli attori, favorendo il riassorbimento in tempi brevi delle perturbazioni esterne e contribuendo al mantenimento di un equilibrio nel tempo. Ma qual è la natura di questo equilibrio e quali sono i soggetti che ne beneficiano? Si tratta di una domanda rilevante, che in questa sede non possiamo affrontare se non in termini di ipotesi. L'attivazione più o meno consapevole di risorse relazionali al fine di promuovere interessi privati può infatti contribuire a determinare importanti asimmetrie - legate a una diversa disponibilità di risorse, informazioni, potere – all'interno del sistema economico-finanziario, dando origine a distorsioni competitive. Questo tema richiama il dibattito sul ruolo e sulle funzioni delle relazioni inter-organizzative ed in particolare degli *interlocking directorates*, che, come abbiamo visto nel secondo paragrafo, non è giunto sinora a conclusioni univoche, evidenziando invece l'opportunità di studi di caso socialmente e spazialmente situati. Un primo interessante sviluppo del presente lavoro potrebbe dunque essere costituito da una analisi dei meccanismi e delle strategie messe in atto dalle imprese per veicolare ed acquisire, attraverso i canali inter-organizzativi, risorse materiali e immateriali al fine di trarne benefici specifici. Inoltre, sarebbe importante chiedersi se – e in che misura – l'appartenenza a reti coese può comportare vantaggi competitivi per le imprese o, viceversa, avere ricadute negative sulle stesse. A certe

condizioni, infatti, una densa trama relazionale può rappresentare per i soggetti coinvolti un elemento di costrizione, penalizzante in termini economici. Solo per fare un esempio, immaginiamo il caso in cui vi sia una forte pressione a rivolgersi esclusivamente alla propria rete di rapporti personali per l'approvvigionamento di beni e servizi, rinunciando dunque a cercare sul mercato soluzioni più convenienti.

Un secondo aspetto degno di approfondimento fa riferimento alla misura in cui i vantaggi competitivi perseguiti mediante il ricorso al tessuto relazionale esistente possono determinare ricadute positive e negative non solo per le singole imprese, ma anche per l'intero sistema economico-finanziario. Come già accennato, i risultati della nostra analisi sono compatibili con l'idea che la struttura sociale osservata svolga funzioni di coordinamento tra gli attori, reagendo in termini difensivi a fronte di shock esogeni di ampia portata. L'interpretazione del fenomeno – di cui, è bene ricordarlo, al presente si hanno solo indizi – risulta tuttavia controversa: se è vero infatti che esso può favorire la tenuta del sistema in fasi delicate come quelle legate all'insorgere di una crisi globale, è pur vero che la sua tendenza conservativa rischia di riprodurre posizioni di potere, impedendo di mettere in discussione assetti consolidati e costituendo un freno all'innovazione, al ricambio imprenditoriale e dunque, in definitiva, allo sviluppo economico.

In termini più generali il presente lavoro, focalizzandosi sul ruolo delle relazioni inter-organizzative, invita a interrogarsi sulla molteplicità di aspetti che concorrono a definire il funzionamento dei mercati finanziari, sia in condizioni di "normalità" sia in fasi caratterizzate da fibrillazioni e turbolenze (Squazzoni e Castellani 2011). In questo senso la recente crisi rappresenta una sorta di esperimento naturale che, introducendo una forte discontinuità con il recente passato, permette di far emergere e osservare in controluce «elementi sociali variabili» di cui è necessario tenere conto per comprendere l'effetto aggregato di azioni economiche (Katzenstein e Nelson 2011). A questo proposito, appaiono particolarmente promettenti gli studi che guardano ai processi finanziari attraverso le categorie interpretative della fiducia e della reputazione: risorse prodotte e veicolate dalle reti sociali mediante l'interazione ripetuta di un numero limitato di attori, che acquistano particolare rilevanza in un ambiente dominato dall'incertezza come quello finanziario (Mutti 2008).

Possiamo dunque sostenere che proprio l'opportunità di adottare un quadro analitico complesso e multidisciplinare, capace di dare conto congiuntamente di fattori economici e sociali, costituisca uno dei tratti di maggiore interesse nello studio dei mercati finanziari.

Riferimenti bibliografici

Abolafia, M.Y.

1996 *Making Markets. Opportunism and Restraint on Wall Street*, Cambridge, Harvard University Press.

1998 *Markets as Cultures. An Ethnographic Approach*, in Callon, M. (a cura di), *The Laws of the Markets*, Oxford, Blackwell.

AGCM

2009 *Indagine conoscitiva IC36: La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni*, disponibile al sito <http://www.agcm.it/indagini-conoscitive-db/open/C12564CE0049D161/26FE72DE86F8B4D9C1257546004B404D.html>.

Allen, M.

1974 *The Structure of Interorganizational Elite Cooptation. Interlocking Corporate Directorates*, in «American Sociological Review», 39, pp. 393-406.

Baker, W.E.

1984 *The Social Structure of a National Securities Market*, in «American Journal of Sociology», 4, pp. 775-811.

Bargigli, L. e Vasta, M.

2003 *Proprietà e controllo nel capitalismo italiano (1911-1972)*, in Giannetti, R. e Vasta, M. (a cura di), *L'impresa italiana nel Novecento*, Bologna, Il Mulino.

Boeker W., e Goodstein J.

1991 *Organizational Performance and Adaptation. Effects of Environment and Performance on Changes in Board Composition*, in «The Academy of Management Journal», 34, pp.805-26.

Bonazzi, G.

2002 *Storia del pensiero organizzativo - vol. 3. La questione organizzativa*, Milano, FrancoAngeli.

Burt, R.S.

1983 *Corporate Profits and Cooptation*, New York, Academic.

Carrington, P. J.

1981 *Horizontal Co-optation through Corporate Interlocks*, Toronto, University of Toronto.

Carroll, W.K., Fennema, M. e Heemskerck E.M.

2010 *Constituting Corporate Europe: A Study of Elite Social Organization*, in «Antipode», 42, pp. 811-43.

Chiesi, A.M.

1982 *L'élite finanziaria italiana*, in «Rassegna Italiana di Sociologia», 23, pp. 571-95.

1985 *Property, Capital and Network Structure*, in Stokman, F. N., Ziegler, R. e Scott, J. (a cura di), *Networks of Corporate Power*, Cambridge, Polity Press.

1999 *L'analisi dei reticoli*, Milano, FrancoAngeli.

Crossley N.

2010 *The Social World of the Network. Combining Qualitative and Quantitative Elements in Social Network Analysis*, in «Sociologica», 1.

Davis, G.F.

1991 *Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network*, in «Administrative Science Quarterly», 36, pp. 583-613.

De Nooy, W., Mrvar, A. e Batagelj, V.

2005 *Exploratory Social Network Analysis with Pajek*, Cambridge, Cambridge University Press.

DiMaggio, P.J.

1990 *Cultural Aspects of Economic Action and Organization*, in Friedland, R. e Robertson, A.F. (a cura di), *Beyond the Marketplace*, New York, Aldine de Gruyter.

1994 *Culture and Economy*, in Smelser, N.J. e Swedberg, R. (a cura di), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton, Princeton University Press.

Dagnes, J.

2011 *Reti sociali fra inerzia e cambiamento. Il caso delle imprese italiane quotate in borsa (1987-2007)*, in «Sociologia del Lavoro», 122, pp. 111-24.

Dooley, P.C.

1969 *The Interlocking Directorate*, in «American Economic Review», 59, pp. 314-23.

Eccles, R. G.

1981 *The Quasifirm in the Construction Industry*, in «Journal of Economic Behavior and Organisation», 2, 335-57.

Ferri, G. e Trento, S.

1997 *La dirigenza delle grandi banche e delle grandi imprese: ricambio e legami*, in Barca, F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano*, Roma, Donzelli editore.

Fligstein, N. e Brantley, P.

1992 *Bank Control, Owner Control or Organizational Dynamics. Who Controls the Large Modern Corporation?*, in «American Journal of Sociology», 98, pp. 280-307.

Friedkin, N.

1981 *The Development of Structure in Random Networks. An Analysis of the Effects of Increasing Network Density on Five Measures of Structure*, in «Social networks», 3, pp. 41-52.

Granovetter, M.

1985 *Economic Action and Social Structure. The Problem of the Embeddedness*, in «American Journal of Sociology», 91, pp. 481-93.

1995 *Coase Revisited. Business Groups in the Modern Economy*, in Dosi, G., Teece, D. J. e Chytry, J. (a cura di), *Technology, Organization, and Competitiveness. Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford, Oxford University Press.

Haunschild, P.R.

1993 *Interorganizational Imitation. The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity*, in «Administrative Science Quarterly», 38, pp. 564-92.

Heemskerk, E.M.

2007 *Decline of the Corporate Community. Network Dynamics of the Dutch Business Elite*, Amsterdam, Amsterdam University Press.

Heemskerk, E.M. e Schnyder, G.

2008 *Small States, International Pressures, and Interlocking Directorates. The Cases of Switzerland and the Netherlands*, in «European Management Review», 5, pp. 41-54.

Katzenstein, P.J. e Nelson, S.

2011 *Mondi in collisione: incertezza e rischio in tempi difficili*, in «Stato e Mercato», 93, pp. 369-93.

Krempel, L.

2004 *The Language of Networks*, in Schopf, C. e Stocker, G. (a cura di), *Ars electronica 2004. The 25° anniversary of the festival of art, technology and society*, Ostfildern-Ruit, Hatje Cantz Publishers.

Lang, J.R. e Lockhart, D.E.

1990 *Increased Environmental Uncertainty and Changes in Board Linkage Patterns*, in «The Academy of Management Journal», 33, pp. 106-28.

Luzzatto Fegiz, P.

1928 *Il consiglio d'amministrazione e l'interdipendenza delle imprese*, in «Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica», 3, pp. 197-231.

Mizruchi, M.S.

1982 *The American Corporate Network, 1904-1974*, Beverly Hills, Sage Publications.

1996 *What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates*, in «Annual Review of Sociology», 22, pp. 271-98.

2007 *Political Economy and Network Analysis. An Untapped Convergence*, in «Sociologica», 2.

Mizruchi, M.S. e Stearns, L.B.

1988 *A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates*, in «Administrative Science Quarterly», 33, pp. 194-210.

Mizruchi, M.S., Stearns, L.B. e Marquis, C.

2006 *The Conditional Nature of Embeddedness. A Study of Borrowing by Large U.S. Firms, 1973-1994*, in «American Sociological Review», 71, pp. 310-33.

Mutti, A.

2008 *Finanza sregolata? Le dimensioni sociali dei mercati finanziari*, Bologna, Il Mulino.

Newman, M.E.J., Watts, D.J. e Strogatz, S.H.

2002 *Random Graphs Models of Social Networks*, in «Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America», 99, pp. 2566-72.

Ouchi, W.

1980 *Markets, Bureaucracies and Clans*, in «Administrative Science Quarterly», 25, pp. 129-41.

Palmer, D.

1983 *Broken Ties. Interlocking Directorates and Intercorporate Coordination*, in «Administrative Science Quarterly», 28, pp. 40-55.

Pennings, J.M.

1980 *Interlocking Directorates*, San Francisco, Jossey-Bass.

Plattner, L.

2010 *La borsa vuota delle piccole imprese*, in «Lavoce.info», disponibile al sito <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1001760.html>.

Powell, W.

1990 *Neither Markets nor Hierarchies. A Comparative Study of the Printed Circuits Board Industry in Britain and Japan*, in Hollingsworth, J.R., Schmitter, P. e Streeck, W. (a cura di), *Comparing Capitalist Economies*, New York, Oxford University Press.

Richardson, R.J.

1987 *Directorship Interlocks and Corporate Profitability*, in «Administrative Science Quarterly», 32, pp. 367-86.

Squazzoni, F. e Castellani, M.

2011 *Media e crisi economica: «instrumentum diaboli» o guardiani del faro?*, in «Rassegna Italiana di Sociologia», LII, 4, pp. 547-70.

Scott, J.

1991 *Networks of Corporate Power. A Comparative Assessment*, in «Annual Review of Sociology», 17, pp. 181-203.

Stearns, L.B. e Mizruchi, M.S.

1993 *Board Composition and Corporate Financing. the Impact of Financial Institution Representation on Borrowing*, in «The Academy of Management Journal», 36, pp. 603-18.

Stokman, F.N., Ziegler, R. e Scott, J. (a cura di)

1985 *Networks of Corporate Power*, Cambridge, Polity Press.

Trigilia, C.

2009 *Sociologia economica. - vol. 3. Temi e percorsi contemporanei*, Bologna, Il Mulino.

Van Veen, K. e Kratzer, J.

2011 *National and International Interlocking Directorates within Europe. Corporate Networks within and among Fifteen European Countries*, in «Economy and Society», 40, pp. 1-25.

Vasta, M. e Baccini, A.

1997 *Bank and Industry in Italy, 1911-1936. New Evidence using the Interlocking Directorates Technique*, in «Financial History Review», 4, pp. 139-59.

Vasta, M. e Rinaldi, A.

2002 *The Structure of Italian Capitalism, 1952-1972. New Evidence using the Interlocking Directorates Technique*, paper presentato a: «6° European Business History Association Annual Congress», Helsinki.

Wasserman, S. e Faust, K.

1994 *Social Network Analysis. Methods and Applications*, Cambridge, Cambridge University Press.

Williamson, O.

1975 *Market and Hierarchy. Analysis and Antitrust Implications*, New York, The Free Press.

1985 *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press.