

ISSN: 2281-1346



UNIVERSITÀ DI PAVIA
Department of Economics
and Management

DEM Working Paper Series

Governance e performance nelle
imprese di assicurazioni:
un'analisi bibliometrica ed una
meta analisi

Luisa Anderloni
(Università degli Studi di Milano)

Ornella Moro
(Università degli Studi di Sassari)

Alessandra Tanda
(Università di Pavia)

177 (12-19)

Via San Felice, 5
I-27100 Pavia

economieaweb.unipv.it

Governance e performance nelle imprese di assicurazioni: un'analisi bibliometrica ed una meta analisi

Luisa Anderloni

Dipartimento “Cesare Beccaria”, Università degli Studi di Milano

luisa.anderloni@unimi.it

Ornella Moro

Dipartimento di Scienze economiche e aziendali, Università degli Studi di Sassari

CEFIN – Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

ornella.moro@uniss.it

Alessandra Tanda

Dipartimento di Scienze economiche e aziendali, Università degli Studi di Pavia

alessandra.tanda@unipv.it

Abstract

This paper provides a survey of the literature and empirical research focusing over the wide array of external and internal governance mechanisms and their effectiveness, with respect to performance and risk taking, in the particular setting of the insurance industry, over the period 1985–2019. Using Vosviewer software for a meta-literature mapping we present networks (co-authorship network and co-occurrence network) that identify top authors publishing and influential research streams. We also provide a meta-analysis of around 30 quantitative studies of corporate governance in the insurance sector which consider the relation between quanti-qualitative aspects of board composition and firm performance. The results show that in general there is a common evidence in the literature on the positive contribution of the size of the board and of the presence of independent directors on firm performance, variously measured. The networks in the insurance field of study appear not well connected, especially in relation to studies on emerging markets. This study might represent a starting point for possible future research lines aimed at clarifying the peculiarities of the governance-performance relationship in the insurance industry within a modified market and policy setting.

Abstract

Il presente lavoro fornisce una rassegna dei contributi teorici e degli studi empirici sui meccanismi esterni ed interni di corporate governance applicati alle imprese assicurative per perseguire obiettivi di performance e/o di riduzione del rischio, fra il 1985 e il 2019. Grazie all'utilizzo del software bibliometrico di mappatura Vosviewer, adatto ad illustrare visivamente i network di collaborazioni scientifiche (co-authorship) e di relazioni fra i termini più utilizzati, identifica i gruppi di studiosi e i filoni di ricerca più significativi. Effettua inoltre una meta analisi su una trentina di articoli quantitativi che evidenziano una relazione fra caratteristiche quanti-qualitative del Board of directors e la performance dell'impresa di assicurazione. I risultati di questa analisi mostrano come gli studi empirici pervengano ad un consenso sul contributo positivo della dimensione del board e della presenza di director indipendenti sulla performance, misurata tramite diverse misure. Inoltre, i network di ricerca in tema assicurativo non sembrano essere molto interconnessi, soprattutto con riferimento agli studi sui mercati emergenti. Questo studio rappresenta in punto di inizio per linee future di ricerca che mirino a definire le peculiarità della relazione governance-performance delle imprese di assicurazione nell'ambito di una cornice regolamentare e di mercato modificata.

Keywords: corporate governance; insurance; meta-analysis; performance, bibliometric review

JEL: G30, G22, M21

1. Introduzione

La struttura ed il funzionamento dei sistemi di governance societaria rivestono da sempre grande rilevanza nella gestione d'impresa, ma recentemente il tema ha ricevuto un crescente rinnovato interesse. Infatti, l'insieme degli stakeholder, fra cui in primis le banche e gli altri intermediari finanziari ed anche gli investitori istituzionali ed i mercati, operano le proprie valutazioni associando alle classiche analisi dei fondamentali di un'impresa anche considerazioni inerenti le dimensioni organizzative e di management tra cui la più importante è la qualità del sistema di governo.

Invero, l'insieme dei processi, dei meccanismi, delle strutture organizzative e delle relative interconnessioni attraverso cui le imprese sono controllate e gestite rientra sia nel processo valutativo nelle due diligence per operazioni finanziarie complesse, sia nell'Environmental, Social, Governance Index-ESG cui il mercato, inteso in senso lato, presta crescente attenzione.

Accanto a ciò, nel recente processo di ridisegno della normativa prudenziale in ambito bancario, grande importanza ha avuto la definizione di un apparato di regole mirate proprio a rafforzare la governance degli intermediari, prevedendo requisiti che i singoli amministratori e il board nella sua interezza devono rispettare con riferimento a competenza, diversity e commitment al proprio impegno nel board (si veda Locatelli et al., 2018).

A tale tema si è dedicata una buona parte della letteratura di ambito finanziario ed economico, che lo ha affrontato sia dal punto di vista teorico, sia empirico e ha portato alla definizione di diversi - e molto ricchi - filoni di letteratura.

Tra gli studi sulla governance, la maggior parte delle analisi empiriche è di tipo infrasettoriale, ossia analizza i sistemi di governo dell'impresa senza considerare il settore di appartenenza delle imprese componenti il campione o, in taluni casi, tratta le imprese del settore finanziario nel suo complesso (che meritano trattazione separata in quanto essendo gli intermediari finanziari "speciali", ovvero vigilati, diversi potrebbero essere i meccanismi di governance in grado di produrre gli effetti desiderati da un buon sistema di governance). Anche il settore assicurativo rientra fra questi operatori "speciali" che meritano un focus specifico.

Lo scopo di questo studio è esaminare la letteratura e le ricerche empiriche sulla governance in campo assicurativo anche con l'ausilio della tecnica della review bibliometrica, per poi focalizzarsi, tramite una meta analisi, sulla relazione fra strumenti di governance e la performance economica delle compagnie.

Il successivo paragrafo pone in luce i presupposti teorici dei modelli di governance e l'evidenza empirica con riferimento specifico al settore assicurativo, così da evidenziare le principali research question, relazioni studiate ed evidenze riscontrate. Il paragrafo 3 propone i risultati di un'analisi bibliometrica dei network di ricerca sulle tematiche di governance in campo assicurativo, mentre nel paragrafo 4 si presentano i risultati di una meta analisi sulla relazione governance e performance delle imprese assicurative. Si conclude con la discussione dei risultati e l'evidenziazione delle implicazioni per future ricerche in questo settore che senz'altro meritano ulteriori approfondimenti.

2. I presupposti teorici e l'evidenza empirica

Per la Teoria dell'agenzia nelle imprese in cui vi è separazione fra proprietà e controllo si generano potenziali conflitti di interesse dovuti ai differenti obiettivi dei principali attori: la proprietà (principal) e il management (agent). I primi hanno un orizzonte temporale di medio lungo periodo e l'obiettivo di ottimizzare il rischio/rendimento del loro investimento su tale arco temporale. I secondi hanno un orizzonte temporale più ridotto, legato alla permanenza del loro incarico, e come obiettivo la massimizzazione del valore dell'impresa in tale arco di tempo, e sono quindi disposti ad accettare livelli maggiori di rischio (Boubakri, Dionne, & Triki, 2008; Fama & Jensen, s.d.)

Alcuni meccanismi di corporate governance sono stati identificati dalla letteratura come soluzione per ridurre i conflitti fra principal e agent, permettendo agli azionisti di esercitare un efficace controllo sul management per tutelare i propri interessi ovvero di allineare maggiormente gli obiettivi degli azionisti e dei manager.

In particolare, gli studi sulla governance in campo assicurativo rappresentano un filone di indagine meno ricco rispetto agli studi intersettoriali o a quelli in campo bancario e finanziario: i contributi sono meno numerosi, sovente su riviste specializzate o su riviste con una minore visibilità, e se condotti con verifiche empiriche in paesi non anglosassoni, caratterizzati da campioni di indagine più ridotti (Fekadu, 2015; Garba & Abubakar, 2014; Gugong, Arugu, & Dandago, 2014; Hidayat & Firmansyah, 2017; Jeng & Lai, 2005; Kader, Adams, & Hardwick, 2010; Lee, Cheng, Har, Md Nassir, & Ab Razak, 2019; Li, Zhang, Tsai, & Qiu, 2017; Najjar & Salman, 2013; Sandada, Manzanga, & Shanhuyenhazva, 2015; Wang, Jeng, & Peng, 2007). Gli studi condotti nei paesi con più elevato grado di sviluppo riguardano quasi esclusivamente gli Stati Uniti, il Regno Unito (Hardwick, 1999, 1999; O'Sullivan & Diacon, 1999, 2003) e solo alcuni paesi europei (Deev & Khazalia, 2017; Eling & Marek, 2014; Genetay, 1999; Lambalk & de Graaf, 2017; Pavić Kramarić, Aleksic, & Pejic-Bach, 2018; Pullano, 2011; Venuti & Alfiero, 2016). Più di recente, si sta inoltre arricchendo il filone degli studi sulla governance ristretto alle compagnie che seguono i precetti islamici (Fekadu, 2015; Kader et al., 2010; Kader, Adams, Hardwick, & Kwon, 2014; Karbhari, Muye, Hassan, & Elnahass, 2018; Lee et al., 2019; Markonah, Sudiro, & Rahayu, 2019; Najjar & Salman, 2013; Ng, Chong, & Ismail, 2012)

Ciò non di meno, la focalizzazione in campo assicurativo delle ricerche sulla governance contribuisce ad arricchire i risultati del più ampio filone di ricerca con contributi spesso importanti, sotto il profilo teorico, grazie alle peculiarità del campione di indagine.

Le motivazioni che hanno indotto gli studiosi ad approfondire le tematiche di governance in campo assicurativo sono diverse:

- 1) concentrandosi su un solo settore, si esclude l'influenza sui risultati di fattori specifici di alcune industrie, vuoi differenze di tipo regolamentare, economico o di altra natura (S. R. Diacon & O'Sullivan, 1995, Adams & Jiang, 2017b). Ad esempio, la sorveglianza regolamentare attua un processo di validazione e monitoraggio esterno, e talvolta di condizionamento, di molte scelte di governance che non è riscontrabile in campo industriale e presenta differenze fra i vari comparti dello stesso sistema finanziario;

- 2) disponendo di dati dettagliati grazie alla disclosure, imposta dalla normativa di settore, di un ampio set di informazioni, anche di natura tecnico-contabile, si rendono possibili confronti basati su indicatori specifici (Lambalk & de Graaf, 2017);
- 3) la numerosità degli stakeholders delle compagnie di assicurazione enfatizza la forte attenzione sulle tematiche di buona governance. Si pensi agli assicurati, ai terzi danneggiati, ai riassicuratori (Doherty & Dionne, 1993; Lamm-Tennant & Starks, 1993), nonché alle autorità di vigilanza e agli azionisti. Ne consegue una certa influenza sulle decisioni del management, sia in termini di disclosure di informazioni sull'andamento della compagnia (Adams & Hossain, 1998) sia sulle stesse le decisioni che modificano il livello di rischio (gestionale) assunto e la solvibilità dell'istituzione (Cole, He, McCullough, Semykina, & Sommer, 2011; Deev & Khazalia, 2017);
- 4) nel settore assicurativo vi è un ampio range di strutture proprietarie (Hardwick, 1999; Mayers & Smith, 1988). È possibile, quindi, effettuare confronti sull'efficacia dei meccanismi di governance fra le diverse tipologie di imprese, oppure focalizzarsi sulle compagnie appartenenti ad una singola classe (Mutue, oppure, fra le Stock companies, quelle controllate da specifici azionisti: investitori istituzionali, manager, risparmiatori, altre compagnie) per definire con maggiore precisione le relazione fra strumento di governance indagato e variabile dipendente studiata (Mayers & Smith, 2010). In campo assicurativo molti sono i casi di "gruppi di imprese", così che questo aspetto viene considerato da alcuni ricercatori per meglio analizzare l'indipendenza degli outside directors, l'ampiezza del potere del CEO, il ruolo svolto da alcuni comitati (Diacon & O'Sullivan 1995; He & Sommer 2010) ed anche gli strumenti di incentivazione del management (Mayers & Smith, 1992);
- 5) all'interno dello stesso settore è poi possibile effettuare analisi approfondite su alcune tipologie di imprese (definite in base agli aspetti "produttivi"), in modo da isolare con maggiore precisione gli effetti di determinate scelte di governance in un campione omogeneo: gli ambiti di indagine coprono sia le compagnie attive nei rischi vita e danni, sia le imprese specializzate solo in uno dei due comparti. Queste ultime a loro volta possono essere imprese multiramo oppure imprese specializzate soltanto in alcuni rami di rischio (ad esempio, assistenza, infortuni e malattie, crediti e cauzioni, RCA). Le implicazioni, in termini di quali strumenti di governance utilizzare e quale sia l'efficacia degli stessi, sono diverse a seconda del comparto (vita o danni) e anche a seconda delle tipologie di ramo o a seconda della gravità dei rischi ("short tail" o "long tail"): nel comparto danni vi è un orizzonte temporale di pochi anni, ad eccezione dei long tail risks che hanno una possibile lunga coda di richiesta di risarcimenti in cui vi è una più ampia variabilità dei rischi ed una maggiore difficoltà di previsione. Conseguentemente vi è in generale una maggiore discrezionalità e rischiosità delle decisioni strategiche e gestionali, un maggior potere del CEO, nonché differenti competenze richieste agli organi decisionali e ai comitati endoconsiliari (Adams & Jiang, 2017b; S. R. Diakon & O'Sullivan, 1995). È possibile, quindi, delimitare il campo di indagine in base alla struttura proprietaria, da un lato, e alla specializzazione produttiva, dall'altro, e disporre comunque di campioni sufficientemente popolati e rappresentativi sia nei rami vita (Cheng, Elyasiani, & Jia, 2011; Connelly, 2004;

Hardwick, 1999; Mayers & Smith, 1992; O'Sullivan & Diacon, 2003) che, soprattutto, nei rami danni (Adams & Jiang, 2017b; He & Sommer, 2011; Ho, Lai, & Lee, 2013; Hsu, Huang, & Lai, 2015; Lambalk & de Graaf, 2017; S. M. Miller, 2011);

- 6) l'estrema complessità dell'attività assicurativa richiede competenze specialistiche di varia natura (giuridica, attuariale, tecnica e finanziaria) oltre a conoscenza del business, della regolamentazione ed esperienza specifica (Adams & Jiang, 2017b; Hardwick, Adams, & Zou, 2011). La focalizzazione degli studi su questo settore permette di verificare, più che in altri settori, se e quanto le caratteristiche qualitative del Board e dello stesso CEO influiscano sulla efficacia della governance.

Se si prescinde dagli studi teorici o di rassegna della letteratura (Bansal & Bansal, 2014; Boubakri, 2011; Hansmann, 1985; MacMinn & Ren, 2010), le ricerche empiriche sulla corporate governance in campo assicurativo possono essere distinte in varie linee di ricerca che presentano molteplici elementi di intersezione: un primo ambito è quello relativo delle relazioni fra struttura proprietaria e efficacia della governance. A questo filone sono riconducibili tutti gli studi incentrati sulla distinzione fra mutue e imprese a capitale azionarie (Boubakri, 2011; Cole, He, McCullough, & Sommer, 2011; S. R. Diacon & O'Sullivan, 1995; Hardwick et al., 2011; He & Sommer, 2010; Ho et al., 2013; Mayers, Shivdasani, & Smith, 1997; Mayers & Smith, 1992, 1992; O'Sullivan & Diacon, 2003). In questo ambito gli studi si focalizzano su una sola tipologia, ad esempio sulle sole mutue (Mayers & Smith, 2010) o, all'interno delle stock companies, su classificazioni sempre più dettagliate, in relazione all'intensità del controllo azionario, alla natura degli azionisti al ruolo degli investitori istituzionali, alla partecipazione del management al capitale azionario (Barrese, Lai, & Scordis, 2005; Cole, He, McCullough, Semykina, et al., 2011; He, Sommer, & Xie, 2011; Ho, Lai, & Lee, 2009) o, infine, alla tipologia delle controllanti delle imprese assicurative (S. R. Diacon & O'Sullivan, 1995; O'Sullivan & Diacon, 1999). Alcuni contributi delimitano lo studio alle sole imprese quotate (S. M. Miller, 2011).

In questo ambito di studi (ma anche più in generale), l'efficacia della governance è valutata prevalentemente in termini di misure di performance finanziarie o di rischio.

La performance finanziaria è studiata come performance di mercato, sovente espressa dagli indicatori Tobin's Q (Barrese et al., 2005; Cheng et al., 2011; Deev & Khazalia, 2017; S. Miller & Yang, 2014) o dal rapporto tra capitalizzazione di mercato e valore di libro (Hsu et al., 2015) o come performance misurata su dati contabili, espressa dal ROE e/o dal ROA (Adams & Jiang, 2016; He & Sommer, 2010; He et al., 2011). In numerosi studi la performance è valutata in termini di efficienza (Hardwick, Adams, & Zou, 2003; Hsu & Petchsakulwong, 2010; Huang, Lai, McNamara, & Wang, 2011; Huang et al., 2011; Kader et al., 2010; Lee et al., 2019), declinata a sua volta in efficienza sul lato dei ricavi o efficienza sul lato dei costi o come efficienza tecnologica o efficienza allocativa.

Il rischio viene spesso espresso anche come variabilità della performance contabile (variabilità del ROE o del ROA (Ho et al., 2013)) o di mercato (Cheng et al., 2011; Elamer, AlHares, Ntim, & Benyazid, 2018; Magee, Schilling, & Sheedy, 2019). Il rischio può essere approssimato anche da misure più vicine alle sue molteplici accezioni gestionali: il più utilizzato è il rischio di underwriting (Ho et al., 2009; Ng et al., 2012), ma compaiono anche espressioni del rischio finanziario, del

rischio di sottostima delle riserve tecniche ed il rischio di investimento (Eling & Marek, 2014; Ho et al., 2013; Lambalk & de Graaf, 2017; Li et al., 2017).

Nell'ambito delle suindicate linee di ricerca, sovente delimitate anche in base ad uno specifico comparto assicurativo (danni, vita o entrambi), gli studiosi hanno cercato di comprendere quali meccanismi di governance risultino più efficaci per il conseguimento degli obiettivi: vi sono quindi studi che considerano specificatamente la figura e il potere del CEO (Adams & Jiang, 2017a; He & Sommer, 2011), la composizione e le caratteristiche del board (Hardwick et al., 2011), il ruolo degli amministratori indipendenti, il ruolo dei comitati endoconsiliari, le forme di incentivazione.

Vi sono, infine, taluni studi che considerano come variabile dipendente delle strutture di governance la probabilità di turnover del CEO o dell'intero consiglio (Cai, Lu, & Xie, 2009; He & Sommer, 2011), gli incentivi a manipolare i risultati per accrescere la remunerazione variabile del management (Eckles, Halek, He, Sommer, & Zhang, 2011) ed anche le scelte in termini di rami di rischio nell'ambito della Managerial Discretion Hypothesis ((Mayers & Smith, 1988, 1994; S. M. Miller, 2011).

Come è noto, gli strumenti di governance possono essere distinti in strumenti esterni ed interni. La Tabella 1 propone un quadro sinottico. I meccanismi di governance esterni sono i meccanismi di mercato e la minaccia di takeovers, l'azione degli stakeholders esterni diversi dagli azionisti, il mercato del lavoro manageriale, che coopta i migliori fra i CEO o gli outside directors. I meccanismi di governance interni comprendono le caratteristiche quanti e qualitative del Board, l'ampiezza del potere del CEO e le caratteristiche stesse del CEO, la presenza e le caratteristiche dei comitati endoconsiliari, gli strumenti di incentivazione e di remunerazione del management (CEO, Board, management), le politiche finanziarie (indebitamento e distribuzione dei dividendi). La trattazione più dettagliata degli strumenti di governance, nelle pagine che seguono, fa riferimento a quanto emerge dagli studi empirici in campo assicurativo.

Alla proposta tassonomia si fa di seguito riferimento per una review della letteratura focalizzata sull'evidenziazione degli strumenti di governance in uso nelle compagnie di assicurazioni e sul loro impatto sulle performance nelle molteplici possibili configurazioni sopra menzionate.

Tabella 1 - Quadro sinottico dei meccanismi di governance

<ul style="list-style-type: none"> • Meccanismi esterni <ul style="list-style-type: none"> ○ Minaccia di takeovers e meccanismi di mercato (analisti finanziari, società di Rating, norme di protezione degli investitori) ○ Stakeholders (diversi dagli azionisti): <ul style="list-style-type: none"> ▪ Autorità di vigilanza ▪ Riassicuratori ▪ Rete distributiva ○ Mercato del lavoro manageriale esterno • Meccanismi interni <ul style="list-style-type: none"> ○ Board <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dimensione ▪ Indipendenza (% Outside Directors) ▪ Caratteristiche qualitative (età, genere, competenze finanziarie, attuariali, e in termini di esperienza in campo assicurativo e di conoscenza pregressa dell'impresa, n° di incarichi esterni) ▪ n° di riunioni ○ CEO <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dual (CEO + Presidente del CdA) ▪ Caratteristiche (competenze tecniche, esperienza pregressa in campo assicurativo, esperienza pregressa all'interno del gruppo assicurativo, età) ▪ Turnover ▪ Compensation ▪ Ownership ○ Committee <ul style="list-style-type: none"> ▪ Presenza del Committe <ul style="list-style-type: none"> • Audit Committee • Risk Committee • Remuneration Committee ▪ Caratteristiche del Committee <ul style="list-style-type: none"> • Dimensione e Competenze tecniche • Numero di riunioni

2.1. I meccanismi esterni

Takeovers e meccanismi di mercato

I takeovers non sono applicabili a tutte le imprese indistintamente: essendo dei meccanismi di mercato, ad essi sfuggono sia le compagnie non quotate, sia le mutue assicurazioni. Inoltre, se anche si considerano le sole stock companies quotate, la possibilità di manifestazione di un takeovers dipendono sia dalle caratteristiche dell'azionariato, in termini di quote possedute (azionariato diffuso, presenza di blocchi di azionisti, imprese a controllo maggioritario, imprese a controllo pubblico), sia dal grado di liquidità delle azioni quotate e dall'efficiente funzionamento del mercato azionario, sia, infine, da norme regolamentari e/o dall'azione dello Stato nei casi di imprese pubbliche. Fra i meccanismi di mercato, sempre applicabili alle sole imprese quotate, si evidenzia il ruolo degli analisti finanziari e delle società di rating che, con i loro studi e giudizi, indirettamente influiscono sul prezzo delle azioni e, tramite esso, sull'operato del management. In questa categoria si ascrivono anche le norme di protezione degli investitori e, più ampiamente, il sistema legale di un paese. In campo assicurativo numerosi studi dimostrano come il non poter disporre di alcuni strumenti esterni di controllo, tipicamente nel caso delle mutue, condizioni le decisioni relative agli strumenti residuali, in termini, ad esempio, di dimensione e di grado di indipendenza del board, nonché di potere

assegnato al CEO (Boubakri et al., 2008; S. Diacon, O'Brien, Drake, & O'Sullivan, 2004; He & Sommer, 2010; Mayers et al., 1997).

Stakeholders esterni

Gli studi sulla governance relativi al solo campo assicurativo includono, fra i meccanismi esterni, anche la regolamentazione specifica del settore e lo stretto monitoraggio svolto dalle *autorità di vigilanza*: entrambi condizionano la gestione aziendale e intervengono a delimitare i potenziali conflitti fra i vari stakeholders, non solo fra azionisti e managers ma anche fra azionisti ed assicurati o terzi danneggiati (Li et al., 2017). Taluni studi includono, inoltre, il monitoraggio svolto dalle compagnie che intrattengono rapporti di *riassicurazione* con l'impresa (Boubakri et al., 2008; Cole, He, McCullough, Semykina, et al., 2011), analogamente a quanto osservabile nei rapporti fra banche sul mercato interbancario. Altri evidenziano come le stesse reti distributive possano esercitare forme di controllo esterno sull'operato del management. A questo proposito, si può pensare all'attenzione che le reti bancarie, in veste di distributori di polizze vita, pongono alla solvibilità dell'emittente e come queste si preoccupino che non vi siano conflitti di interesse fra azionisti della compagnia e i propri clienti/ assicurati, ad esempio in tema di allocazione dei proventi degli investimenti, basse liquidazioni dei sinistri per non compromettere gli utili (Cole, He, McCullough, Semykina, et al., 2011).

Mercato del lavoro manageriale esterno

Ulteriore strumento esterno di governance è il “*mercato del lavoro manageriale*” (He & Sommer, 2010): la reputazione, il numero di incarichi e l'esperienza contribuiscono a definire il grado di “*appetibilità*” dei CEO, soprattutto nel caso in cui questi arrivino a dirigere le compagnie senza percorsi interni di carriera. Questo vale anche per gli amministratori indipendenti (outsiders) che ambiscono ad avere una reputazione di “*controllori efficaci*”, in modo da arricchire il proprio curriculum per futuri incarichi.

2.2. I meccanismi interni

I meccanismi interni sono riconducibili al Consiglio di amministrazione (o board) (sia in termini quantitativi che qualitativi), alle figure del CEO e del presidente del Consiglio, all'Audit Committee e all'eventuale presenza di altri Committee (Risk Committee e/o Remuneration Committee), alle politiche di incentivazione e remunerazione del management, alle politiche di indebitamento e di distribuzione di dividendi straordinari.

Negli studi empirici in campo assicurativo vi è una ampia varietà delle combinazioni di strumenti interni di governance anche se alcuni aspetti, quali ad esempio la dimensione del board e la coincidenza dei poteri, nella stessa persona, di CEO e di Presidente, sono riscontrabili con maggiore frequenza fra le variabili indipendenti. Degli organi collettivi, Consiglio e Comitati, i vari studi hanno considerato sia gli aspetti quantitativi che quelli qualitativi, fra i quali figura anche il grado di impegno, espresso dal numero di riunioni in un anno.

Board: Dimensione del board

Gli aspetti quantitativi riguardano il numero di componenti (Board Size) con risultati, in termini di efficacia della governance, di segno spesso contrastanti: per alcuni i board di ampia dimensione consentono una più efficace amalgama di opinioni, esperienze, competenze, contatti ed hanno così una relazione positiva con la variabile oggetto dell'indagine (performance o controllo del rischio) (Deev & Khazalia, 2017), per altri il segno è negativo perché sono al crescere delle dimensioni degli organi diviene più difficile il coordinamento e ciò, di fatto, accresce il potere del CEO (Wang et al., 2007) oppure, per altri ancora, non si riscontra alcuna relazione con la performance (Connelly, 2004; Hardwick et al., 2003) o la relazione non è chiara. Analisi più granulari, in cui ad esempio si distingue fra Cost Efficiency e Revenue Efficiency, mostrano come la dimensione del board possa essere positiva sul lato del controllo dei costi (Hardwick et al., 2011; Hsu & Petchsakulwong, 2010; Huang et al., 2011) e negativa sul lato della massimizzazione dei ricavi (Hsu & Petchsakulwong, 2010).

Board: Outside directors

Per quanto riguarda le caratteristiche qualitative del Board, l'aspetto più studiato è l'indipendenza di giudizio e l'azione di controllo sull'operato del CEO. La variabile è in genere espressa in termini di numero o di percentuale di Outside directors all'interno del consiglio. Gli Outside directors sono definiti anche "independent directors" o "non executive directors" e ciò che li accumuna è di non essere esposti all'influenza degli azionisti, del management o di altre parti (Hsu & Petchsakulwong, 2010), di non avere legami lavorativi o consulenziali con l'impresa o con gli azionisti e di non avere legami familiari (in genere esaminati dalla coincidenza del cognome) con gli azionisti e il management (He & Sommer, 2010). Gli outside directors accrescono l'efficacia della governance perché la motivazione ad accrescere la propria reputazione come indipendenti, e quindi il loro valore sul "mercato degli incarichi esterni" preclude comportamenti collusivi con il management (Hardwick et al., 2011; Lin, Pope, & Young, 2003). La loro azione si riflette positivamente sulla performance (Connelly, 2004) e favorisce una riduzione del rischio (Eling & Marek, 2014; Ho et al., 2013). Il grado di indipendenza, peraltro, può variare nel tempo in relazione alla durata della permanenza all'interno del board e alla conseguente maggiore familiarità fra consiglieri e management, o può essere messo in discussione dagli incarichi precedenti in imprese del gruppo (Adams & Jiang, 2016; O'Sullivan & Diacon, 1999) o in altri organi dell'impresa, quali ad esempio, l'Audit Committee (He & Sommer, 2010).

La presenza e il numero degli outside directors, a prescindere da eventuali vincoli normativi, si correla sovente all'intensità dei potenziali conflitti di interessi fra principal e agent. Numerosi sono gli studi sugli assetti proprietari, mutua o società (e all'interno di questa con disaggregazioni in varie categorie possibili) che evidenziano il differente ricorso agli outside directors in relazione all'intensità o meno del controllo degli azionisti sull'operato del management. In caso di scarso controllo, come nel caso delle mutue, vi è ampio ricorso agli outside directors (He & Sommer, 2010; Mayers et al., 1997). Viceversa, in caso di forte controllo da parte dell'azionista di maggioranza, ad esempio nel caso di compagnie facenti parte di un gruppo assicurativo, il numero di outside directors è molto minore (O'Sullivan & Diacon, 1999), probabilmente a causa anche del controllo reciproco esercitato fra i top managers delle compagnie del gruppo (He & Sommer, 2010)

e la presenza di questi ultimi risponde prevalentemente all'esigenza di ottenere competenze estranee all'impresa.

Le evidenze empiriche sull'efficacia della governance in relazione agli outside directors non sono concordi: per alcuni la relazione con la performance è positiva (Connelly, 2004; Deev & Khazalia, 2017; Hsu & Petchsakulwong, 2010), per altri è negativa (Deev e Khazalia 2017; Eling e Marek 2014), altri sostengono che essa è negativa perché è più importante l'azione svolta dagli insiders (Huang et al., 2011); per alcuni ancora non vi sono relazioni significative (Adams & Jiang, 2016; Barrese et al., 2005), mentre secondo altri autori, infine, non è tanto la presenza quanto le caratteristiche degli outsiders a determinare la relazione (Hardwick et al., 2011). In termini di rischio la relazione è prevalentemente negativa, dal momento che gli outside directors mostrano una minore propensione al rischio degli insiders e del CEO stesso (Deev & Khazalia, 2017; Eling & Marek, 2014).

Board: aspetti qualitativi

Alcuni studi prendono in considerazione alcuni aspetti qualitativi del consiglio nel suo complesso, in termini di età, genere, competenze finanziarie e attuariali, nonché in termini di esperienza in campo assicurativo o di conoscenza pregressa dell'impresa (Ho et al., 2009; O'Sullivan & Diacon, 1999). La maggior parte degli studi si focalizza principalmente sulle caratteristiche dei soli outside directors (Adams & Jiang, 2016), in quanto portatori di competenze ed esperienze non rinvenibili all'interno dell'impresa, e per essi alcuni hanno considerato anche le connessioni aziendali, politiche o sociali (Wu, Kweh, Lu, & Azizan, 2016). Alcuni considerano anche la disponibilità di tempo per svolgere l'incarico, assumendo come proxy per determinarla il numero di incarichi (Huang et al., 2011) che, se da un lato accrescono l'esperienza e i benefici di un potenziale network (Hsu et al., 2015), dall'altro riducono il tempo e il contributo del consigliere, per cui tali fattori si correlano negativamente con la performance (Adams & Jiang, 2016).

Oltre al tempo a disposizione per svolgere il compito assegnato, un altro strumento interno di governance è il numero di riunioni effettuate dall'organo collegiale. Questa variabile viene presa in considerazione anche nel caso dell'Audit Committee o del Risk Management Committee (Hsu & Petchsakulwong, 2010; Ng et al., 2012) ed assunta a testimonianza di un maggior flusso di informazioni all'interno del consiglio/comitato e di un maggior coinvolgimento dei componenti. In proposito i risultati mostrano che la relazione con la performance o con l'efficienza è positiva nel caso del Consiglio di Amministrazione (Deev & Khazalia, 2017), negativa nel caso dell'Audit Committee (Hsu & Petchsakulwong, 2010) o del Risk management Committee (Wu et al., 2016) ed essa è positiva anche con il controllo del rischio (Elamer et al., 2018; Eling & Marek, 2014).

Il CEO

Altro importante strumento interno di governance è il CEO, di cui si osservano molteplici aspetti: dalla ampiezza del ruolo, alle caratteristiche qualitative, alla durata dell'incarico ed alla probabilità di sostituzione in relazione alle performance o in seguito ad operazioni di M&A.

CEO: dualità del ruolo

Quando il CEO assume anche la posizione di presidente del board, ciò determina l'accentramento di molte informazioni ed un maggiore potere in capo ad un unico soggetto, *primus inter pares*, sia per la possibile influenza sulle nomine dei componenti interni ed esterni del board (Adams & Jiang, 2016; S. Miller & Yang, 2014), sia sulle decisioni adottate, frutto di una minore dialettica all'interno dell'organo collegiale (Hardwick et al., 2011). La separazione dei ruoli consente di contemperare in modo più equilibrato i conflitti di interesse fra Principal e Agents e, in quest'ottica, dovrebbe favorire il miglioramento della performance. Tuttavia, l'ampliamento del ruolo del CEO può essere utile quando le circostanze richiedono velocità di decisione ed un sistema altamente centralizzato di gestione strategica, oppure quando presso i boards delle controllate appartenenti ad un gruppo assicurativo, la dialettica decisionale tende a passare in secondo piano. Le risultanze empiriche sono alquanto controverse, forse a causa delle maggiori interazioni con altri strumenti, quali la presenza o meno dell'Audit Committee e il grado di indipendenza del board (Hardwick et al., 2011). Alcuni sottolineano una relazione positiva con l'efficienza operativa (S. R. Diacon & O'Sullivan, 1995), altri una relazione negativa (Adams & Jiang, 2017a), altri nessuna relazione se la compagnia è una controllata all'interno di un gruppo assicurativo (Mayers & Smith, 2010), altri ancora evidenziano una relazione positiva con la performance ma solo nel caso di compagnie di grande dimensione, altrimenti provano che, comunque essa non è dannosa per i risultati aziendali (S. Miller & Yang, 2014). Altri filoni di indagine evidenziano, invece, una correlazione positiva fra la dualità della carica e l'assunzione di più alti livelli di leverage risk (Ho et al., 2013). Occorre tuttavia sottolineare che, in alcuni casi, la dualità del ruolo dipende da fattori contingenti quali i tempi di ricambio del board stesso. Solo pochi autori (S. Miller & Yang, 2014) tengono conto di queste circostanze nelle loro analisi.

CEO: aspetti qualitativi

Gli aspetti "qualitativi" sono in parte analoghi a quelli considerati per i componenti del board (specificatamente, per gli outside director) in campo assicurativo, ossia esperienza pregressa all'interno del gruppo assicurativo, competenze tecniche, esperienza pregressa ed età (Adams & Jiang, 2017a; Boubakri et al., 2008; S. Miller & Yang, 2014; O'Sullivan & Diacon, 1999).

CEO: turnover

Un aspetto oggetto di specifiche indagini è, inoltre, il turnover del CEO, che manifesta una relazione inversa con la performance (Boubakri, 2011), ovvero i CEO sono frequentemente sostituiti a fronte di performance giudicate insoddisfacenti dagli azionisti. In campo assicurativo, i pochi ricercatori che si sono occupati specificatamente di questi aspetti hanno riscontrato una relazione positiva (Cai et al., 2009; He & Sommer, 2011; He et al., 2011).

CEO: compensation e ownership

Gli studiosi di governance in campo assicurativo si focalizzano anche *sulla remunerazione* del management. Alcuni considerano la remunerazione in termini generali (executive compensation o management compensation) senza specificare ulteriormente i destinatari (Eckles et al., 2011; Eling & Marek, 2014; Marx, Mayers, & Smith, 2001; Mayers & Smith, 2010), altri restringono

l'osservazione al board (Hsu et al., 2015; Hsu & Petchsakulwong, 2010) o, più frequentemente, alla sola figura del CEO (Adams & Jiang, 2017b; Mayers & Smith, 2010). Gli schemi di incentivazione si dimostrano efficaci per condurre l'impresa verso gli obiettivi perseguiti, siano essi una migliore performance o una riduzione del rischio. Spesso questi programmi includono parte del premio sotto forma di bonus azionario, per ridurre i potenziali conflitti di interesse fra principal e agent (Adams & Jiang, 2017a) in termini di valore di impresa ed estendere l'orizzonte temporale del management. Il possesso azionario da parte dei managers e del CEO, in particolare, si correla positivamente con la performance (Boubakri et al., 2008). Tuttavia i piani di compenso con bonus azionari sono adottabili nel caso in cui l'impresa sia quotata e ciò può rivelarsi un ostacolo in campo assicurativo per l'elevata presenza di compagnie non quotate. Se poi il possesso azionario da parte dei manager raggiunge quote ragguardevoli allora non si tratta più di schemi di incentivazione e gli studi che trattano di questi aspetti considerano il possesso azionario dei manager per l'identificazione delle categorie di azionisti.

Committee

Oltre agli organi principali di governo, quali il board e i un soggetti con poteri esecutivi (CEO e Presidente), una certa rilevanza è attribuita anche ai Committee, fra i quali spicca l'Audit committee. Quest'ultimo, incaricato di controllare la correttezza delle decisioni del board, rafforza l'indipendenza dei consiglieri esterni, fornendo opinioni su aspetti operativi e su questioni regolamentari e fiscali. Esprime un giudizio anche sulla correttezza dell'informativa finanziaria al pubblico (O'Sullivan & Diacon, 2003), sulla congruità degli accantonamenti delle riserve tecniche (Adams & Jiang, 2017b) ed interloquisce anche con la funzione di auditing interno. Differisce dal collegio sindacale previsto dal modello di governance tradizionale italiano (gli outside directors possono far parte dell'Audit Committee (Adams & Jiang, 2016; Hardwick et al., 2011; Ho et al., 2009)) anche se alcuni compiti coincidono. La presenza e l'efficacia dell'azione dell'Audit committee consentono di controbilanciare elementi di potenziale debolezza della governance, quali uno scarso peso degli outside directors e/o l'accentramento dei poteri in capo al CEO, oppure quali la ridotta esperienza del CEO in campo assicurativo (Adams & Jiang, 2017a), influenzando positivamente sulla performance (Adams & Jiang, 2016; Hardwick et al., 2011). Altri ricercatori considerano non solo la presenza, ma anche la dimensione dell'Audit Committee, sostenendo che un comitato snello consente di raggiungere una maggiore efficienza (Ho et al., 2009; Hsu & Petchsakulwong, 2010)

Altri comitati considerati rilevanti per l'efficacia della governance sono il comitato rischi (Risk Committee) (Cummins, Dionne, Gagné, & Nouira, 2009; Ng et al., 2012; Wu et al., 2016) il cui contributo riguarda ovviamente la riduzione del rischio della compagnia, più che la performance. Un altro comitato considerato importante per l'efficacia della governance è il *comitato remunerazioni* la cui funzione è offrire al board pareri e raccomandazioni imparziali sugli schemi di remunerazione ed incentivo dei dipendenti e del management, incluso il CEO (S. R. Diacon & O'Sullivan, 1995; O'Sullivan & Diacon, 1999). Va da sé che la composizione di questo comitato include amministratori esterni, non toccati dalle delibere in termini di incentivi variabili e premi di performance. Anche il *comitato "finanziario"* (Finance Committee) assume rilevanza negli studi in campo assicurativo, data la rilevanza della funzione di investimento per la gestione dell'impresa, e

gli studiosi considerano anche il grado di indipendenza del comitato endoconsiliare ovvero la percentuale di amministratori indipendenti all'interno dell'organo (Ho et al., 2009; Hsu et al., 2015).

Le politiche di indebitamento e di distribuzione dei dividendi

Negli studi multisettoriali sulla governance sono inclusi, quali strumenti interni, anche le politiche di indebitamento, che sottraggono alla discrezionalità dei manager l'utilizzo di importanti risorse finanziarie (Boubakri et al., 2008). Talvolta questi meccanismi sono rafforzati da covenants e clausole a protezione dei creditori. Tuttavia la specificità del ciclo finanziario delle imprese di assicurazione, con le entrate da premi che anticipano le uscite per la liquidazione dei sinistri, riduce la frequenza di indebitamento all'esterno tramite strumenti finanziari. E le riserve tecniche, considerate una passività verso gli assicurati, non sono assimilabili ai tradizionali strumenti di debito e non entrano quindi in questa classificazione. Sempre fra i meccanismi interni, alcuni includono infine anche le politiche di distribuzione di dividendi straordinari che indurrebbero i manager a massimizzare la performance dell'impresa allineando gli interessi a quelli degli azionisti.

Alcuni meccanismi di controllo, esterno o interno, non sono applicabili in relazione ad una serie di variabili, fra le quali gli studiosi indicano, come principale, la forma proprietaria: alle mutue assicuratrici non sono applicabili meccanismi tipici dei mercati dei capitali (take over, piani di incentivazione azionaria, ownership del management, azione di controllo svolte da blockholders o dagli investitori istituzionali) (Mayers et al., 1997; Mayers & Smith, 2010). Per le imprese a capitale azionario, viceversa, l'ampiezza della gamma di meccanismi esterni dipende dal fatto che l'impresa sia quotata o meno e dalle caratteristiche degli azionisti. Ne consegue che per le mutue si fa un maggiore ricorso all'azione di meccanismi di controllo "interni" quali, ad esempio, il ruolo dei consiglieri indipendenti (outside directors). In campo assicurativi gli studi che hanno considerato questo aspetto sono numerosi: tra gli altri, citiamo S. R. Diacon & O'Sullivan, (1995), O'Sullivan & Diacon (1999), Boubakri et al. (2008), He & Sommer (2010), Lambalk & de Graaf (2017), He et al. (2011), Mayers et al. (1997).

Paralleli sviluppi di questo filone di indagine riguardano le relazioni fra forma proprietaria, intensità della governance e scelte dei rami di rischio in cui operare, atteso che alcuni rami di rischio richiedono una più ampia discrezionalità decisionale da parte del CEO (Managerial Discretion Hypothesis – MDH) e, quindi, controlli interni meno stringenti (Marx et al., 2001; Mayers & Smith, 1981, 1994; S. M. Miller, 2011; Pottier & Sommer, 1997). Ne consegue che le mutue tendono ad operare in rami di rischio "short tail" o caratterizzati da una sinistrosità più prevedibile rispetto alle compagnie a struttura azionaria, mentre all'interno di questa seconda classe di imprese si riscontrano scelte di rami di rischio diverse, coerenti con la le ipotesi di MDH (Lamm-Tennant & Starks, 1993; Mayers & Smith, 1981, 1988, 1994).

3. Un'analisi bibliometrica dei network di ricerca sulle tematiche di governance in campo assicurativo

Sulla base delle premesse teoriche e dei filoni di ricerca sopra evidenziati, lo studio si articola in un'analisi bibliometrica attraverso la content analysis e la co-authorship analysis degli studi sulla governance in campo assicurativo al fine di individuare i cluster che costituiscono l'attuale struttura

intellettuale degli studi in tale ambito e di determinare le relazioni concettuali tra i diversi cluster e gli autori maggiormente influenti¹.

Si è proceduto al censimento dei contributi e dei loro riferimenti bibliografici utilizzando le banche dati Web of Science e Scopus, integrando i risultati con quanto disponibile su altre anche banche dati contenenti articoli non inclusi nelle due banche dati di articoli scientifici per eccellenza.

Impostando al minimo i valori relativi al numero di pubblicazioni Vosviewer consente di avere una mappa completa di tutte le pubblicazioni, anche le “minori” e si può osservare come la comunità scientifica in tema di governance assicurativa sia composta da autori scarsamente collegati fra loro, con alcune eccezioni. La dimensione dei “nodi” indica il numero di contributi di un autore: come è possibile osservare anche visivamente dalla Figura 1, solamente poco più di una decina di autori presenta un numero di pubblicazioni superiore a 2. Il numero relativamente ridotto di co-authorship non deve stupire: per alcuni gli studi in campo assicurativo costituiscono un approfondimento di ricerche sulla governance svolte anche in altri settori e/o con campioni meno omogenei, oppure, in quanto esperti di questo comparto imprenditoriale, costituiscono uno dei vari argomenti di indagine in tema di compagnie di assicurazione, oppure, semplicemente, il ricercatore è agli inizi della sua produzione scientifica ed è relativamente isolato.

Nel primo cluster, il più popolato in termini di partecipanti, emergono Sommer e He, collegati ad altri autori di minore produttività, mentre gli altri cluster sono di Adams e Hardwick, e di Lai e Diacon.

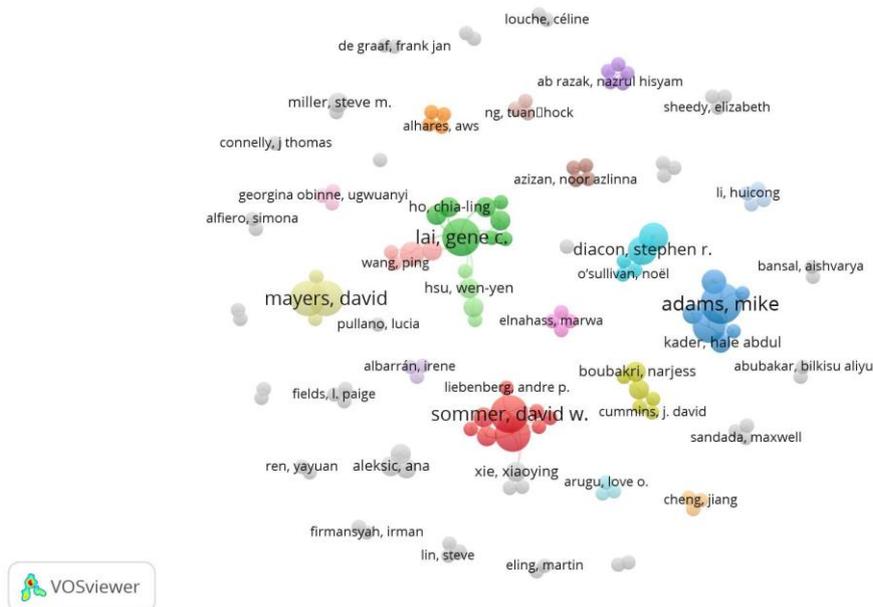


Figura 1: Co-authorship analysis in tema di Governance nel settore assicurativo svolta con il software Vosviewer nel periodo 1985-2019. Numero minimo di pubblicazioni = 1.

¹ A questo scopo ci si è avvalsi del programma Vosviewer che consente di costruire cluster di pubblicazioni, autori o riviste e di visualizzare delle mappe bidimensionali delle relazioni prescelte.

Nella mappa si evidenziano sia i collegamenti scientifici fra autori nella produzione di articoli, sia l'intensità di questi collegamenti: quanto più spessa è la linea che li unisce tanto più alto è il numero di contributi scientifici in cui gli studiosi hanno lavorato insieme. A titolo di esempio possiamo osservare i collegamenti fra la produzione scientifica di Sommer e He, caratterizzata da varie collaborazioni fra i due autori, e di Lai, caratterizzata da co-authorship con ricercatori diversi (Figura 2).

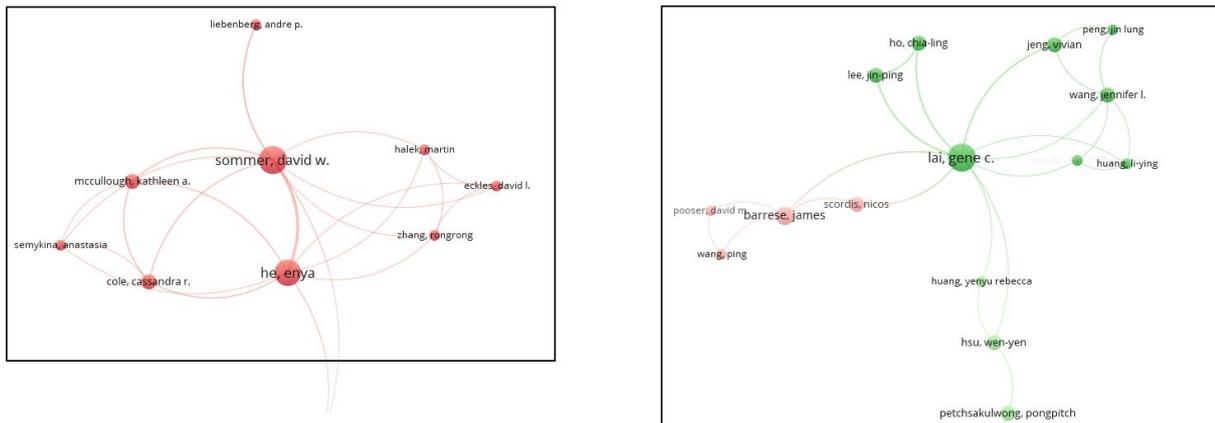


Figura 2: Co-authorship analysis: Sommer e He (network a sinistra); Lai (network a destra)

Se si osserva lo stesso network, ma valutando la struttura dei cluster sulla base all'anno di pubblicazione del paper emerge come gli studi sulla governance in campo assicurativo siano relativamente recenti e come i contributi minori siano relativi agli ultimi anni (Figura 3). Dall'analisi del contenuto delle pubblicazioni e del dataset utilizzato emerge, inoltre, come i contributi più isolati siano prevalentemente relativi ai paesi europei e, in particolare, ai paesi in via di sviluppo. Ciò prova un indubbio interesse per le tematiche di governance da parte degli studiosi che, tuttavia, si deve confrontare con possibili difficoltà di reperimento dei dati, con l'assenza di informazioni specifiche sugli strumenti di governance, ovvero, per i paesi in via di sviluppo, per la mancanza di database accessibili e popolati da un numero significativo di imprese.

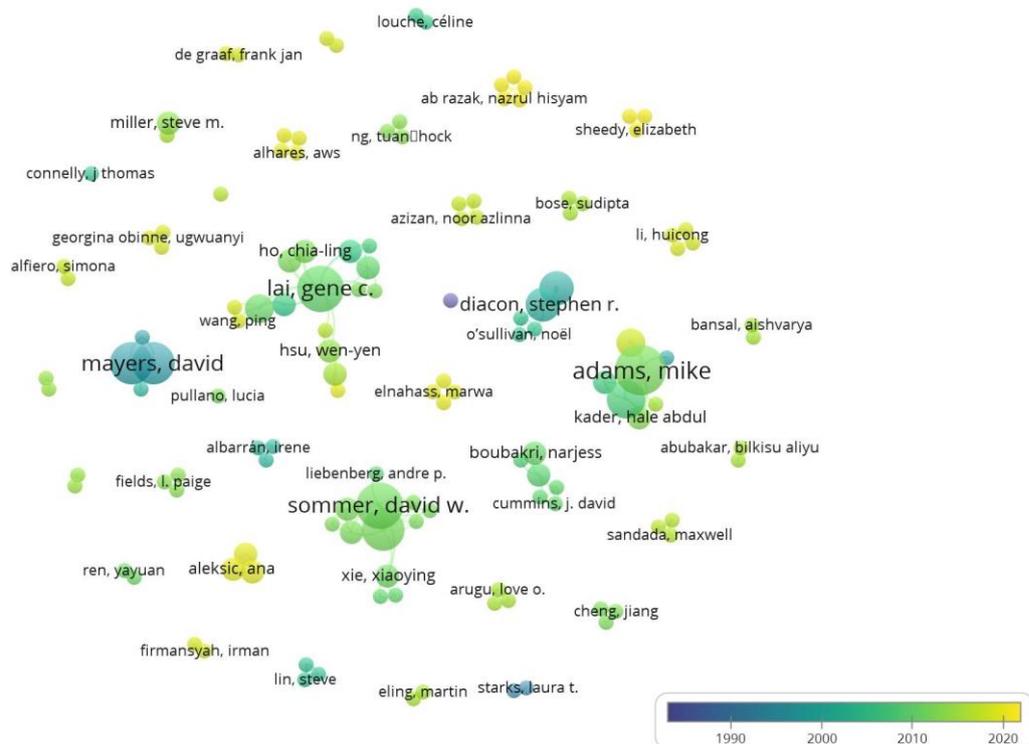


Figura 3: Co-authorship analysis in tema di Governance nel settore assicurativo svolta con il software Vosviewer nel periodo 1985-2019. Numero minimo di pubblicazioni = 1. I colori più vicini al blu rappresentano le pubblicazioni con una maggiore anzianità, quelli più vicini al giallo le pubblicazioni più recenti.

Effettuiamo, inoltre, una analisi testuale, relativa alla frequenza ed agli abbinamenti dei termini all'interno di titolo e/o abstract degli articoli contenuti nel campione di studi analizzato. La mappa che ne emerge è riportata in Figura 4. Il numero minimo di “co-occurrences” (di default assunto pari a 3) è stato impostato su 10 e si è scelto di considerare solo 10 termini per ridurre la granularità della mappa e identificare meglio i clusters. La dimensione del nodo/cluster riflette, in questo caso specifico, il numero di pubblicazioni che contiene quel termine. I nodi che sono localizzati vicini tra loro contengono termini con forti relazioni. Lo spessore delle curve che uniscono i nodi riflette la frequenza della compresenza dei due termini nel medesimo abstract o titolo. A livello di singolo nodo, analogamente a quanto evidenziato prima a proposito dei co-authors, è possibile avere un maggior dettaglio dei termini contenuti in un cluster ed appaiono, quindi, anche le relazioni fra termini presenti in quel gruppo, ma usati meno frequentemente. Il colore dei clusters identifica il gruppo di termini assegnati a quel nodo in modo da identificare sotto-gruppi di termini, in relazione fra loro, all'interno di un dato filone di studi. Il cluster di colore verde è essenzialmente relativo alle ricerche incentrate sugli assetti proprietari e sull'efficacia della composizione e dell'indipendenza del board nella riduzione del rischio. Il gruppo di colore blu, invece, è relativo alla relazione fra gli strumenti di governance (“board” e “board characteristics”) e la performance declinata come performance contabile o di mercato (cluster blu) ovvero come efficienza (nodi rossi).

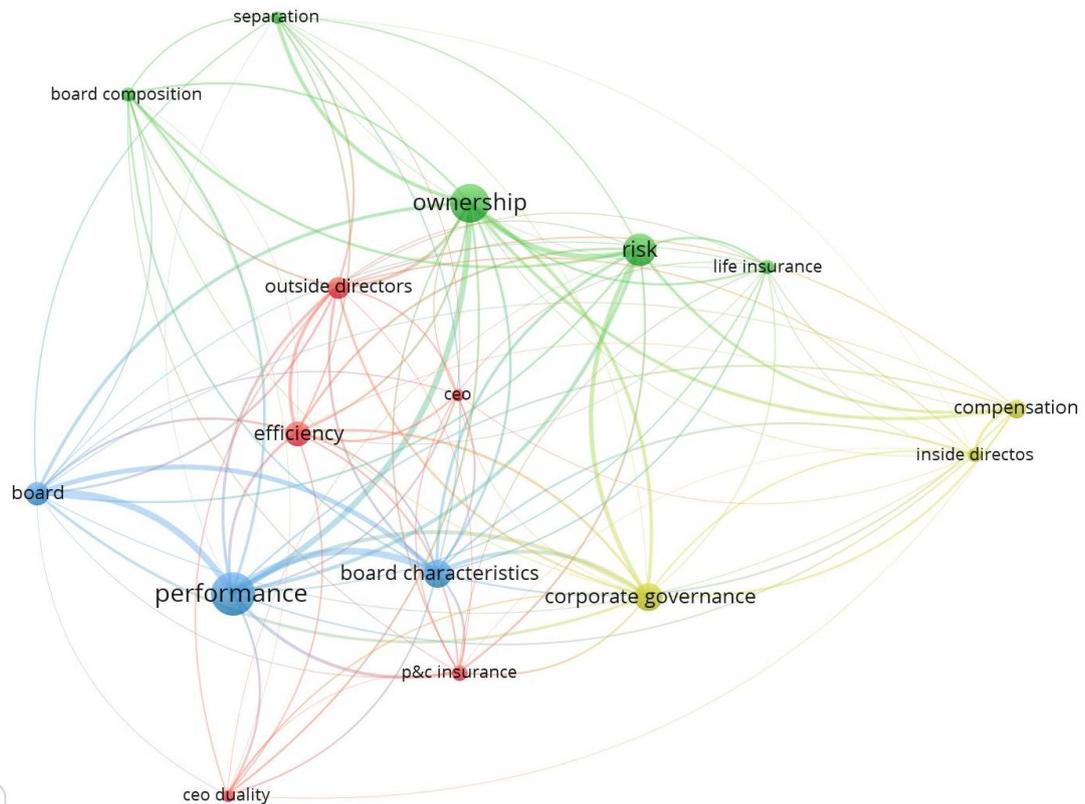


Figura 4: Co-occurrence analysis in tema di Governance nel settore assicurativo svolta con il software Vosviewer nel periodo 1985-2019. Conteggio binario, minimo 10 ricorrenza, solo 17 termini escludendo termini non significativi ai fini della rappresentazione (insurance, papers, study, period, evidence, effect, impact, relation e relationship)

Se si considerano, inoltre, le relazioni fra i termini, si può osservare che gli studi che tengono in considerazione le strutture proprietarie analizzano, in moltissimi casi, la performance e/o il rischio come variabili dipendenti (Figura 5). Vi è, inoltre, una forte relazione fra gli studi sugli assetti proprietari e il controllo del rischio, come si può osservare sia dalla ridotta distanza fra i due nodi, sia dallo spessore della linea che li unisce. Altri aspetti considerati, le cui linee sono più spesse, sono il board nel suo complesso (struttura, dimensione), le caratteristiche del board (in termini di esperienza e competenze), la separazione dei ruoli del CEO e Chairman, nonché il peso degli outside directors. Con riferimento a questi ultimi si può osservare come queste tematiche appaiano particolarmente vicine a quelle della ownership, al pari della considerazione del rischio.

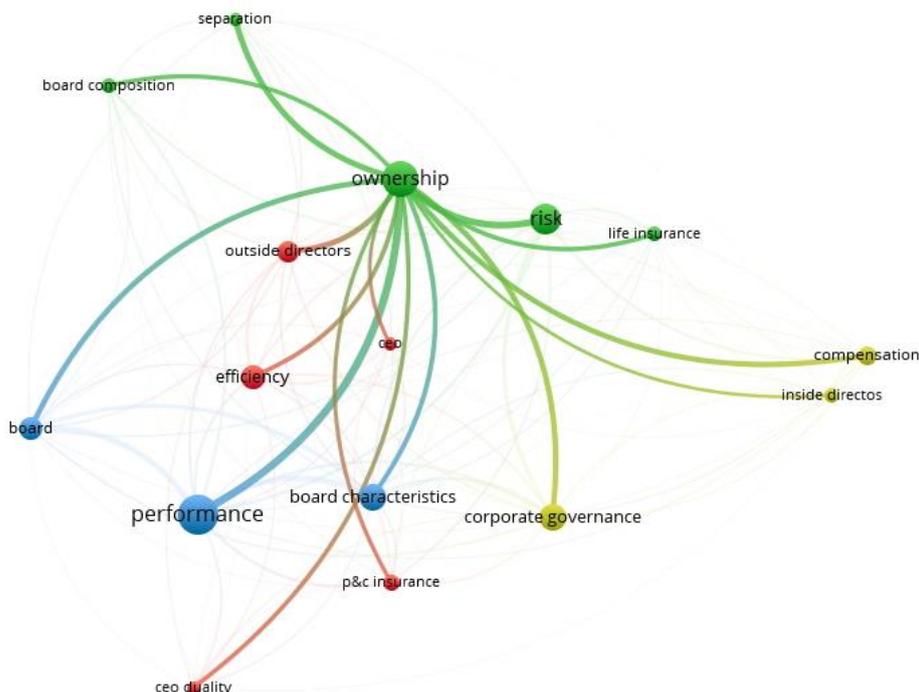


Figura 5: Relazioni fra Ownership e altri termini

4. La meta analisi sulla relazione governance e performance delle imprese assicurative

Al fine di valutare la relazione tra la governance e la performance delle compagnie di assicurazione che emerge dalla letteratura sviluppata sul tema, si sceglie in questo studio di utilizzare anche la tecnica della meta analisi. A tal fine, ci si concentra su due misure di governance comunemente investigate dagli studi in materia: la dimensione del board e la presenza di amministratori indipendenti (solitamente espressa in percentuale e definiti “outside directors”).

L’analisi si è svolta per step successivi. Innanzitutto, si è proceduto ad identificare gli studi che testano tale relazione secondo i seguenti criteri: presenza di keyword (“performance”; “governance” e “insurance”) nei principali data-base scientifici (Scopus e WoS). A seguito del primo output, la ricerca si è integrata andando ad individuare gli studi citati dalla bibliografia via via individuata in ciascun articolo incluso nell’analisi.

Successivamente, dall’insieme degli studi individuati, sono stati selezionati solamente gli studi empirici che studiassero attraverso regressioni - riportate con i dati almeno essenziali - la relazione fra variabili di corporate governance (variabili indipendenti o di controllo) e variabili di performance (variabili dipendenti)².

Tale prima analisi ha potuto confermare che le variabili di performance utilizzate sono numerose, essenzialmente di natura finanziaria: esse sono state, quindi, classificate in performance reddituali, di efficienza, di crescita e di resilienza.

² Al fine dell’inclusione nella meta analisi non era necessario che il focus dell’articolo fosse su tale relazione, ma era essenziale che includesse nell’analisi anche tale relazione.

Non sono stati posti altri criteri di inclusione con riferimento all'orizzonte temporale (di fatto l'orizzonte temporale risale al 1995), né all'ambito geografico di riferimento, essendo entrambi i profili interessanti da indagare per comprendere quando e dove si sviluppa l'interesse per le relazioni fra variabili di corporate governance e variabili di performance.

Dopo aver identificato gli studi che soddisfano i criteri sopra riportati, lo studio conduce una meta analisi attraverso la tecnica statistica che consente l'aggregazione di risultati di vari studi al fine di ottenere una stima della relazione esistente fra due variabili nella popolazione, correggendo per vari artefatti statistici. L'integrazione quantitativa dei risultati di una pluralità di evidenze empiriche è volta, in presenza di risultati confliggenti, a consentire di meglio sviluppare una comprensione dell'esistente, al fine di porre le basi per nuove teorie esplicative e per accrescere le conoscenze. Nell'ambito della procedura di meta analisi, ciascuna correlazione osservata viene ponderata per la dimensione del campione nello studio al fine di addivenire alla determinazione delle correlazioni medie ponderate fra tutti gli studi che compongono l'analisi. Al fine di stimare la variabilità della relazione fra le variabili oggetto di studio si procede quindi a calcolare la deviazione standard delle correlazioni osservate (tra gli altri studi che applicano la meta analisi a tematiche di banking e finance, si vedano Rosenbusch et al., 2013; Lagasio, 2018; Tanda & Manzi, 2019).

Per condurre l'analisi ci focalizziamo sui coefficienti di regressione e sulle relative misure di errore/significatività (standard error, t-statistic o p-value) e li trasformiamo in coefficienti di correlazione parziale (ρ partial).

Nel caso in cui uno studio sviluppa più modelli di regressione per una stessa variabile dipendente basati su campioni (osservazioni) numericamente diversi, si è selezionato il risultato relativo al campione di maggiori dimensioni, mentre nel caso in cui i diversi modelli utilizzassero il medesimo campione (osservazioni) si sono assunti i valori medi dei diversi modelli.

Otteniamo, complessivamente, 28 studi e 113 coefficienti associati a relazioni testate dagli studi (di cui 61 per la dimensione del board e 52 per la % di outside directors). Gli studi sono quasi equamente distribuiti tra campioni di paesi emergenti (15 studi, 70 coefficienti) e paesi sviluppati (13 studi, 43 coefficienti). La maggioranza degli studi (13 studi) indagano compagnie di assicurazione attive sui rami sia vita, sia danni (44 coefficienti); 11 si focalizzano sui rami danni (47 coefficienti), mentre solo 4 sono focalizzati sul ramo vita (22 coefficienti).

La Tabella 2 mostra per ciascuno studio, la misura di performance, la variabile di board, l'area geografica e il ramo oggetto di indagine (vita, danni ovvero entrambi).

Tabella 2 - Misure chiave di performance e variabili indipendenti e di controllo degli studi analizzati

Autori	Anno	Misura di performance	Variabile board	Area geografica (D = paesi sviluppati; E = paesi emergenti)	Ramo
O'Sullivan, N.; S. R. Diacon	2003	Crescita	% outside directors	D	vita
Connelly J.T., Limpaphayom P.	2004	redditività	log(dimensione) % outside directors	E	vita
Barrese, J.; Lai, G.; Scordis, N.	2007	redditività	% outside directors	D	danni
Wang, J.L.; Jeng, V.; Peng, J. L.	2007	efficienza e redditività	dimensione	E	danni
Wang, J.L.; Jeng, V.; Peng, J. L.	2007	efficienza e redditività	dimensione	E	vita
Boubakri, N.; Dionne, G.; Triki, T.	2008	redditività	% outside directors	D	danni
Hsu, W-Y; Pongpich, P.	2010	efficienza	log(dimensione) % outside directors	E	danni
Kader, H.A.; Adams, M.; Hardwick, P.	2010	efficienza	dimensione % outside directors	E	danni
Huang, L.-Y.; Lai, G. C.; McNamara, M.; Wang, J.	2011	efficienza	dimensione % outside directors	D	danni e vita
Najjar, N.	2012	redditività	dimensione	E	danni e vita
Tornyeva, K.; Werekto, T.	2012	redditività	dimensione % outside directors	E	danni e vita
Kader, A.H.; Adams, M.; Hardwick, P.; Kwon,	2014	efficienza	dimensione % outside directors	E	danni e vita
Fekadu, G.W.	2015	redditività	dimensione % outside directors	E	danni e vita
Hsu W.Y., Huang Y., Lai G.	2015	crescita	dimensione % outside directors	D	danni
Adams, M.; Jiang W.	2016	redditività	dimensione	D	danni
Alfiero, S.; Venuti, F.	2016	resilienza	dimensione	D	danni e vita
Cai, W.; Lu, W.; Xie, X.	2016	redditività	dimensione % outside directors	D	vita
Adams, M.; Jiang W.	2017	redditività	dimensione % outside directors	D	danni
Adams, M.; Jiang W.	2017	redditività	dimensione % outside directors	D	danni
Azutoru, I.H.C.; Obinne, U.G.; Chinelo, O.O.	2017	redditività	dimensione % outside directors	E	danni e vita
Deev, O.; Khazalia, N.	2017	redditività	dimensione % outside directors	D	danni e vita
Hidayat, I.P.; Firmansyah, I.	2017	redditività	dimensione	E	danni e vita
Wu, Y.C.; Kweh, Q.L.; Lu, W.M.; Azizan, N.A.	2017	efficienza	log(dimensione) % outside directors	E	danni e vita
Datta N.	2018	redditività	dimensione	D	danni e vita
Elamer, A.A.; AlHares, A.; Ntim, C.G.; Benyazid, I.	2018	resilienza	dimensione % outside directors	D	danni e vita
Karbhari, Y; Muye, I.M.; Hasan, A.F.; Elnahass, M.	2018	efficienza	dimensione % outside directors	E	danni
Petchsakulwong, P.; Jansakul, N.	2018	redditività	log(dimensione) % outside directors	E	danni
Lee, H. S.; Cheng, F.F.; Har, W.M.; Nassir, A.M.; Ab Razak, N.H.	2019	efficienza	dimensione % outside directors	E	danni e vita

L'analisi considera due misure di corporate governance legate alla struttura del board e performance: la prima è la variabile "dimensione del board" (dimensione) e la seconda è l'"incidenza dei membri indipendenti del board o outside directors" (% outside directors). Quest'ultima è misurata in maniera omogenea in tutti gli studi oggetto di analisi, mentre la dimensione è misurata come nu-

mero di director nel board nella maggioranza dei casi (49 relazioni), mentre nei rimanenti 12 casi, essa è misurata come logaritmo del numero di amministratori.

Per quanto concerne le performance, queste sono state classificate secondo due criteri: tipologia di misurazione (valori contabili e valori di mercato) e accezione di performance (redditività, efficienza, crescita e resilienza).

La Tabella 3 mostra la numerosità delle relazioni emerse dagli studi inclusi nell'indagine, differenziando sulla base della misura di performance, dell'area geografica, del ramo. La Tabella 4 riporta, invece, le statistiche descrittive per i coefficienti associati alla relazione tra la performance e le due misure di governance: la dimensione del board e percentuale di outside directors (Tabella 4).

Tabella 3: distribuzione delle relazioni indagate dagli studi inclusi nella meta analisi

Misura di performance	Dimensione	% outside directors	Totale
Redditività	32	26	58
Developed	17	15	31
Rami danni e vita	7	6	13
Ramo vita	2	2	4
Ramo danni	8	7	15
Emerging	15	11	26
Rami danni e vita	6	4	10
Ramo vita	6	5	11
Ramo danni	3	2	5
Efficienza	27	21	48
Developed	2	2	4
Rami danni e vita	2	2	4
Emerging	25	19	44
Rami danni e vita	8	8	16
Ramo vita	3		3
Ramo danni	14	11	25
Crescita	1	5	6
Developed	1	5	6
Ramo vita		4	4
Ramo danni	1	1	2
Resilienza	1		1
Developed	1		1
Rami danni e vita	1		1
Totale	61	52	113

Tabella 4: statistiche descrittive delle variabili indipendenti oggetto di analisi

Misura di governance	Media	Deviazion e standard	Min	Max	Osservazioni	Numero negativi	Numero positivi
Dimensione board	0.0327	0.1680	-0.4356	0.4285	61	18	43
% outside directors	0.0195	0.1855	-0.9994	0.3971	51	16	35

Per quanto riguarda la dimensione, sono state rilevate 61 relazioni, di cui 18 negative e 43 positive; nel caso degli outside directors, dei 51 coefficienti rilevati negli studi, 35 sono positivi e 16 negati-

vi. In generale, pertanto, dal punto di vista della relazione, pare che il numero di director nel board e di outside directors siano entrambi associati a migliori performance, variamente misurate.

Per quanto riguarda la relazione che lega la misura di governance analizzata e la performance, differenziamo sulla base della variabile che gli studi utilizzano per misurare la performance. Suddividiamo le misure di performance in quattro macrocategorie: redditività, efficienza, crescita e resilienza³

In Tabella 5 riportiamo i risultati relativi alla variabile dimensione e outside directors. La relazione stimata dalla meta analisi per la variabile dimensione del board è positiva per tutte le misure di performance, ma risulta significativa solamente per le misure relative alla redditività e per la crescita (che, tuttavia, fa riferimento ad un solo studio). Per quanto riguarda, invece, l'indipendenza, la relazione appare positiva e significativa solamente per le misure di redditività, mentre risulta positiva, ma non significativa, per le altre misure. Il dettaglio di ciascuno studio in termini di contributo alla relazione emergente tra la variabile di governance e la misura di performance è identificabile nei forest plot riportati nelle Figure 7 e 8.

La relazione complessiva tra governance e performance è positiva e significativa sia per la dimensione sia per il peso degli outside directors, come è possibile osservare nell'ultima riga della Tabella 5 e nell'ultima riga dei forest plot riportati nelle Figure 7 e 8.

Questo porta a concludere che esiste una consistente evidenza empirica in letteratura circa il positivo impatto della dimensione del board e della presenza degli outside directors sulla performance, soprattutto in termini di redditività e crescita.

Tabella 5: statistiche descrittive della relazione tra misura di performance individuata e variabili indipendenti

Misura di performance	Dimensione			% outside directors		
	Coefficiente	p-value	numero stime	Coefficiente	p-value	numero stime
Redditività	2.81	0.005	30	2.57	0.010	23
Efficienza	1.64	0.101	27	0.23	0.820	21
Crescita	1.89	0.058	1	0.12	0.901	5
Resilienza	1.15	0.252	3	0.77	0.441	2
Overall	3.35	0.001	61	2.23	0.025	51

La meta analisi è ulteriormente arricchita distinguendo gli studi sulla base di altre caratteristiche, tra le quali includiamo l'area geografica (paesi emergenti oppure sviluppati), il ramo in cui operano le compagnie di assicurazione incluse nel campione a cui lo studio si riferisce (vita, danni ovvero entrambi) e la fonte utilizzata per pervenire alla misura di performance impiegata come variabile dipendente dagli studi (performance contabile o di mercato) (Tabella 6).

³ Tale scelta è anche motivata dal livello di eterogeneità tra gli studi. Infatti, per quanto attiene il livello di eterogeneità tra gli studi che analizzano la dimensione del board come determinante della performance, complessivamente esso è pari al 74% circa, come misurato dalla statistica I^2 . Il valore di I^2 varia tra 0 e 1 e indica il grado di eterogeneità tra i campioni utilizzati negli studi inclusi nella meta analisi. Maggiore è il valore di questa misura, maggiore è l'eterogeneità (Harris et al. 2008; Higgins and Thompson, 2004). Ciò significa che il 74% della variabilità tra i risultati è attribuibile alle differenze nel campione e nell'approccio di studio. Tale misura è leggermente più elevata (circa 80.7%) per la variabile %Indipendenti.

I risultati confermano la direzione positiva della relazione tra governance e performance, soprattutto per i paesi *developed* e per il ramo danni, in particolar modo facendo riferimento alle misure di natura contabile (ad es. ROA e ROE).

Tabella 6: statistiche descrittive della relazione tra misura di performance individuata e variabili indipendenti differenziando per caratteristica del campione

Caratteristica del campione	Dimensione			% outside directors		
	Coefficiente	p-value	numero stime	Coefficiente	p-value	numero stime
Area geografica						
Developed	3.03	0.002	21	1.97	0.049	21
Emerging	1.44	0.150	40	1.06	0.289	30
Ramo						
Vita	0.61	0.542	11	1.32	0.187	10
Danni	4.35	0.000	26	1.82	0.068	21
Vita e danni	0.58	0.561	24	0.46	0.642	20
Fonte misura performance						
Contabile	3.01	0.003	58	1.87	0.061	46
Mercato	1.70	0.089	3	1.40	0.161	5

Figura 6: forest plot per la variabile dimensione

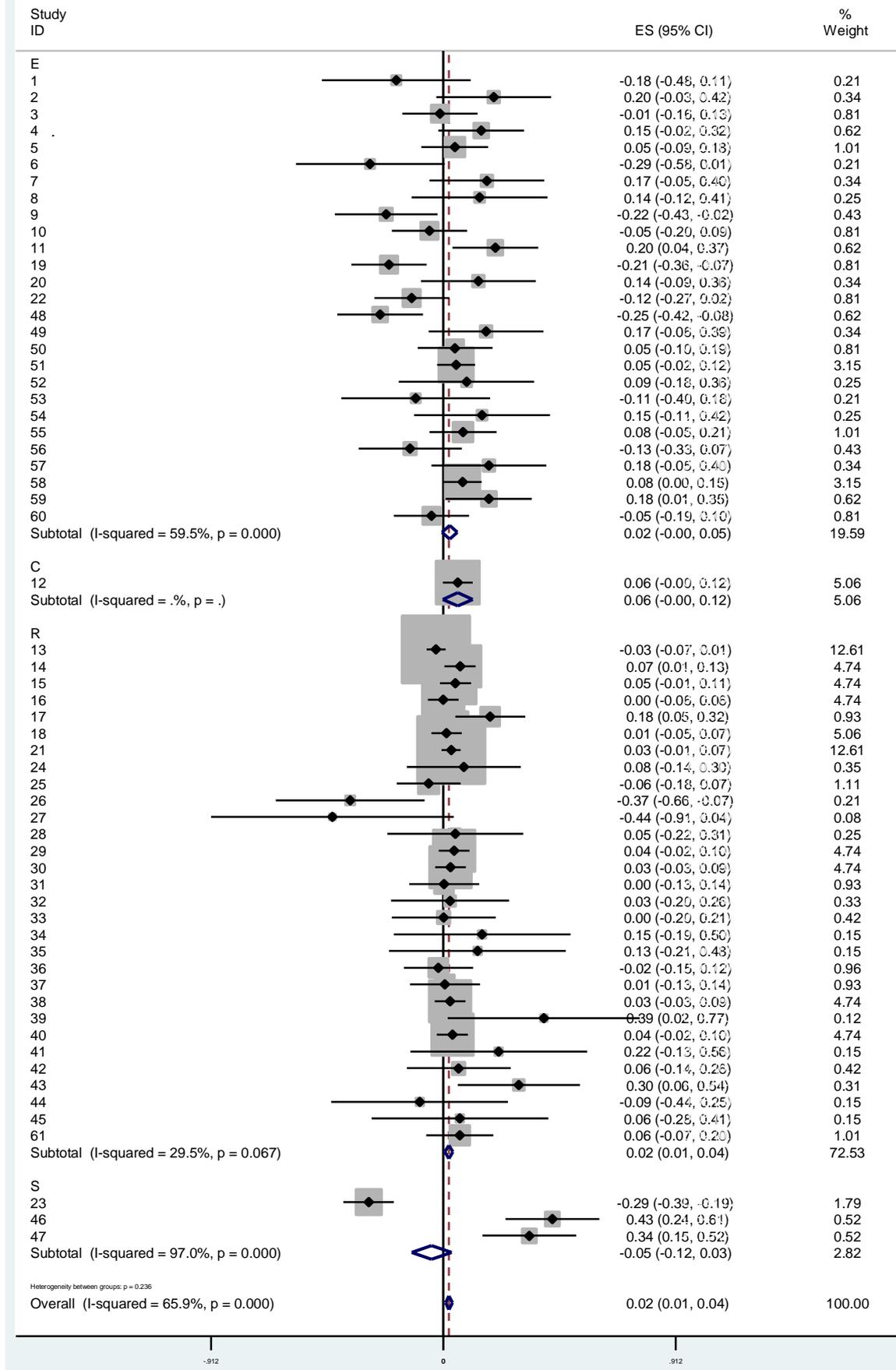
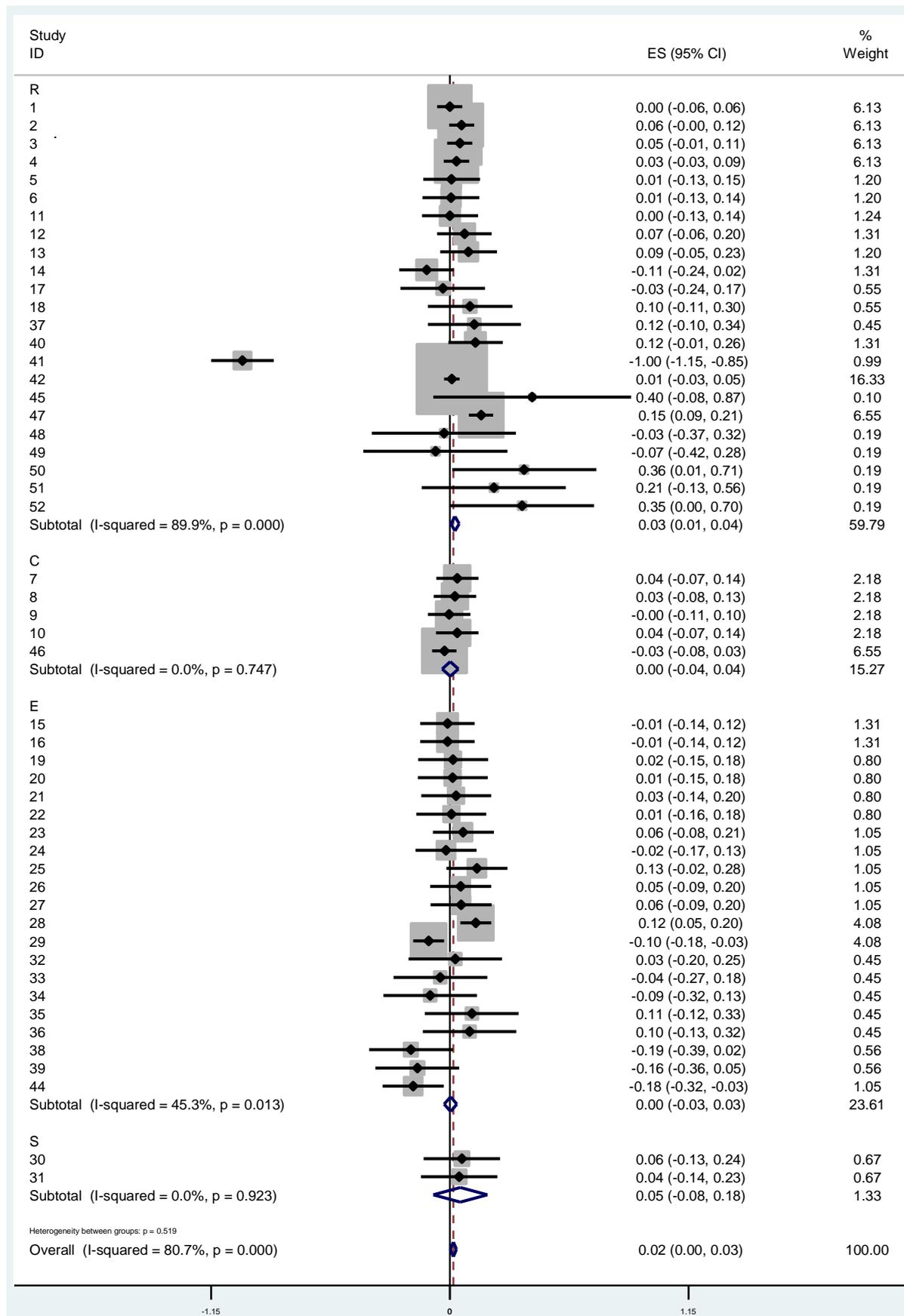


Figura 7: forest plot per la variabile % outside directors



5. Conclusioni

La struttura ed il funzionamento dei sistemi di governance societaria riveste da sempre grande rilevanza nella gestione d'impresa, ma ha ricevuto un crescente interesse negli anni più recenti. La focalizzazione dello studio sulla corporate governance in campo assicurativo ha alimentato un filone di indagine meno ricco rispetto a quello del comparto bancario, ma ugualmente interessante per la varietà degli spunti di indagine.

L'analisi della letteratura e delle ricerche empiriche ha messo in luce la varietà degli aspetti di corporate governance indagati nel settore, i filoni di indagine principali e i risultati conseguiti nelle relazioni fra singoli strumenti ed efficacia della governance. Sono emerse, inoltre, tematiche specifiche del settore assicurativo, quali ad esempio la relazione fra caratteristiche della governance e scelte in tema di rami di rischio.

La mappatura bibliometrica dei network di co-autori e di co-occurrences ci ha consentito di visualizzare gli autori che più di altri hanno influito sulle direttrici di ricerca, e se e quanto essi operano all'interno di network scientifici o in modo isolato. Dalla rappresentazione dei network scientifici emerge come essi siano relativamente scarsi e poco popolati e come riguardino essenzialmente il contesto statunitense. Viceversa, la recente produzione scientifica si compone di crescenti contributi provenienti da ricercatori isolati ed è relativa a nuovi contesti geografici.

La rappresentazione dei network terminologici evidenzia la prevalenza di studi che considerano, nel valutare l'efficacia della governance, la struttura organizzativa d'impresa e i conseguenti condizionamenti sulle scelte relative agli strumenti di governance nell'ambito di questi studi emerge una forte attenzione alle conseguenze delle scelte di governance in tema di rischio e di performance economica.

La meta analisi ha poi evidenziato come la maggior parte degli studi in tema di governance nell'industria assicurativa si concentri su misure di governance comunemente indagate anche in altri ambiti e industrie (dimensione del board e percentuale di indipendenti nell'organo di amministrazione) e che leghi tali variabili ad un insieme diversificato di misure di performance. Queste attenzioni sono sia alla redditività contabile (ROA, ROE) o di mercato (rendimenti azionari o Tobin's Q), ma anche all'efficienza, ovvero – seppur in misura minore – a proxy di crescita e di resilienza dell'impresa. La maggior parte degli studi conferma un contributo positivo del numero di amministratori e del peso degli indipendenti alla performance, variamente misurata, soprattutto con riferimento alla redditività dell'impresa.

Il presente studio può rappresentare un punto di partenza anche per una analisi di meta regressione, per andare a valutare come le caratteristiche dei diversi studi analizzati (area geografica, campione utilizzato, qualità della ricerca, eventuali ulteriori controlli inclusi nelle analisi empiriche) possano andare ad impattare sulla relazione tra le due variabili di governance qui considerate e la performance.

Bibliografia

- Adams, M., & Hossain, M. (1998). Managerial discretion and voluntary disclosure: Empirical evidence from the New Zealand life insurance industry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 17(3), 245–281. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(98\)10003-0](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(98)10003-0)
- Adams, M., & Jiang, W. (2016). Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 64, 36–51. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.11.018>
- Adams, M., & Jiang, W. (2017a). Do Chief Executives' Traits Affect the Financial Performance of Risk-trading Firms? Evidence from the UK Insurance Industry: CEOs' Traits and Performance in Insurance. *British Journal of Management*, 28(3), 481–501. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12222>
- Adams, M., & Jiang, W. (2017b). Do Financial Experts on the Board Matter? An Empirical Test From the United Kingdom's Non-Life Insurance Industry. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. <https://doi.org/10.1177/0148558X17705201>
- Bansal, B., & Bansal, A. (2014). Corporate Governance and Risk Management in Insurance Sector: A review of literature. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 4(10), 1–3.
- Barrese, J., Lai, G. C., & Scordis, N. (2005). Ownership Concentration and Governance in the U.S. Insurance Industry (SSRN Scholarly Paper N. ID 2117465). Recuperato da Social Science Research Network website: <https://papers.ssrn.com/abstract=2117465>
- Barrese, J., Lai, G., & Scordis, N. (2007). Ownership Concentration and Governance in the U.S. Insurance Industry. *Journal of Insurance Issues*, 30(1), 1–30.
- Boubakri, N. (2011). Corporate Governance and Issues From the Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01429.x>
- Boubakri, N., Dionne, G., & Triki, T. (2008). Consolidation and value creation in the insurance industry: The role of governance. 56–68.
- Cai, W., Lu, W., & Xie, X. (2009). Internal Corporate Control and the Dynamics of Post-Acquisition Boards: Evidence of U.S. Life Insurers.
- Cheng, J., Elyasiani, E., & Jia, J. J. (2011). Institutional Ownership Stability and Risk Taking: Evidence From the Life-Health Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01427.x>
- Cole, C. R., He, E., McCullough, K. A., Semykina, A., & Sommer, D. W. (2011). An Empirical Examination of Stakeholder Groups as Monitoring Sources in Corporate Governance. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01428.x>
- Cole, C. R., He, E., McCullough, K. A., & Sommer, D. W. (2011). Separation of Ownership and Management: Implications for Risk-Taking Behavior. *Risk Management and Insurance Review*, 14(1), 49–71. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6296.2010.01192.x>

- Connelly, J. T. (2004). Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from the Life Insurance Industry in Thailand. *Chulalongkorn Journal of Economics*, 16(2), 101–124.
- Cummins, J. D., Dionne, G., Gagné, R., & Nouira, A. H. (2009). Efficiency of insurance firms with endogenous risk management and financial intermediation activities. *Journal of Productivity Analysis*, 32(2), 145–159. <https://doi.org/10.1007/s11123-009-0131-0>
- Deev, O., & Khazalia, N. (2017). Corporate Governance, Social Responsibility and Financial Performance of European Insurers. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 65(6), 1873–1888. <https://doi.org/10.11118/actaun201765061873>
- Diacon, S., O'Brien, C., Drake, L., & O'Sullivan, N. (2004). Mutual life offices: A contribution to the governance debate.
- Diacon, S. R., & O'Sullivan, N. (1995). Does corporate governance influence performance? Some evidence from U.K. insurance companies. *International Review of Law and Economics*, 15(4), 405–424. [https://doi.org/10.1016/0144-8188\(95\)00038-0](https://doi.org/10.1016/0144-8188(95)00038-0)
- Doherty, N. A., & Dionne, G. (1993). Insurance with Undiversifiable Risk: Contract Structure and Organizational Form of Insurance Firms. *Journal of Risk and Uncertainty*, 6(2), 187–203.
- Eckles, D. L., Halek, M., He, E., Sommer, D. W., & Zhang, R. (2011). Earnings Smoothing, Executive Compensation, and Corporate Governance: Evidence From the Property-Liability Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01417.x>
- Elamer, A. A., AlHares, A., Ntim, C. G., & Benyazid, I. (2018). The corporate governance–risk-taking nexus: Evidence from insurance companies. *International Journal of Ethics and Systems*, 34(4), 493–509. <https://doi.org/10.1108/IJOES-07-2018-0103>
- Eling, M., & Marek, S. D. (2014). Corporate Governance and Risk Taking: Evidence From the U.K. and German Insurance Markets: Corporate Governance and Risk Taking. *Journal of Risk and Insurance*, 81(3), 653–682. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2012.01510.x>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (s.d.). SEPARATION OF OWNERSHIP AND CONTROL*. *THE JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS*, 26.
- Fekadu, G. W. (2015). CORPORATE GOVERNANCE ON FINANCIAL PERFORMANCE OF INSURANCE INDUSTRY. *Corporate Ownership and Control*, 13(1), 1202–1209. <https://doi.org/10.22495/cocv13i1c10p7>
- Garba, T., & Abubakar, B. A. (2014). CORPORATE BOARD DIVERSITY AND FINANCIAL PERFORMANCE OF INSURANCE COMPANIES IN NIGERIA: AN APPLICATION OF PANEL DATA APPROACH. *Asian Economic and Financial Review*, 257–277.
- Genetay, N. (1999). Ownership structure and performance in UK life offices. *European Management Journal*, 17(1), 107–115. [https://doi.org/10.1016/S0263-2373\(98\)00068-1](https://doi.org/10.1016/S0263-2373(98)00068-1)
- Gugong, B. K., Arugu, L. O., & Dandago, K. I. (2014). The Impact of Ownership Structure on the Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), 409–416. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i1/698>

- Hansmann, H. (1985). The Organization of Insurance Companies: Mutual versus Stock. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 125–153.
- Happy Chukwudike Azutoru, I., Georgina Obinne, U., & Ogochukwu Chinelo, O. (2017). Effect of Corporate Governance Mechanisms on Financial Performance of Insurance Companies in Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 93–103. <https://doi.org/10.12691/jfa-5-3-4>
- Hardwick, P. (1999). The Relative Performance of Mutual and Proprietary Life Insurance Companies in the UK: An Exploratory Study.
- Hardwick, P., Adams, M., & Zou, H. (2003). Corporate Governance and Cost Efficiency in the United Kingdom Life Insurance Industry.
- Hardwick, P., Adams, M., & Zou, H. (2011). Board Characteristics and Profit Efficiency in the United Kingdom Life Insurance Industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(7–8), 987–1015. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02255.x>
- Harris, R. J., Bradburn, M. J., Deeks, J. J., Harbord, R. M., Altman D. G., & Sterne J. A. (2008). Meta-analysis: Fixed- and Random-Effects Meta-analysis. *The Stata Journal: Promoting Communications on Statistics and Stata* 8 (1), 3–28.
- He, E., & Sommer, D. W. (2010). Separation of Ownership and Control: Implications for Board Composition. *Journal of Risk and Insurance*, 77(2), 265–295. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2010.01351.x>
- He, E., & Sommer, D. W. (2011). CEO Turnover and Ownership Structure: Evidence From the U.S. Property-Liability Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, no-no. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01416.x>
- He, E., Sommer, D. W., & Xie, X. (2011). The Impact of CEO Turnover on Property-Liability Insurer Performance. *Journal of Risk and Insurance*. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01411.x>
- Hidayat, I. P., & Firmansyah, I. (2017). Determinants of Financial Performance in The Indonesian Islamic Insurance Industry. *ETIKONOMI*, 16(1), 1–12. <https://doi.org/10.15408/etk.v16i1.4648>
- Higgins, J. P. T., & Thompson, S. G. (2004). Controlling the Risk of Spurious Findings from Meta-regression. *Statistics in Medicine* 23, 1663–1682.
- Ho, C.-L., Lai, G. C., & Lee, J.-P. (2013). Organizational Structure, Board Composition, and Risk Taking in the U.S. Property Casualty Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 80(1), 169–203. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2012.01464.x>
- Ho, C.-L., Lai, G., & Lee, J.-P. (2009). CORPORATE GOVERNANCE, AUDIT QUALITY AND RISK TAKING IN THE U.S. PROPERTY CASUALTY INSURANCE INDUSTRY. *Corporate Ownership and Control*, 7(1). <https://doi.org/10.22495/cocv7i1p8>
- Hsu, W.-Y., Huang, Y. R., & Lai, G. (2015). Corporate Governance and Cash Holdings: Evidence From the U.S. Property-Liability Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 82(3), 715–748. <https://doi.org/10.1111/jori.12049>

- Hsu, W.-Y., & Petchsakulwong, P. (2010). The Impact of Corporate Governance on the Efficiency Performance of the Thai Non-Life Insurance Industry. *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 35(S1), S28–S49. <https://doi.org/10.1057/gpp.2010.30>
- Huang, L.-Y., Lai, G. C., McNamara, M., & Wang, J. (2011). Corporate Governance and Efficiency: Evidence From U.S. Property-Liability Insurance Industry: Corporate Governance and Efficiency. *Journal of Risk and Insurance*, 519–550. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01410.x>
- Jeng, V., & Lai, G. C. (2005). Ownership Structure, Agency Costs, Specialization, and Efficiency: Analysis of Keiretsu and Independent Insurers in the Japanese Nonlife Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 72(1), 105–158. <https://doi.org/10.1111/j.0022-4367.2005.00118.x>
- Kader, H. A., Adams, M., & Hardwick, P. (2010). The Cost Efficiency of Takaful Insurance Companies. *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 35(1), 161–181. <https://doi.org/10.1057/gpp.2009.33>
- Kader, H. A., Adams, M., Hardwick, P., & Kwon, W. J. (2014). Cost efficiency and board composition under different takaful insurance business models. *International Review of Financial Analysis*, 32, 60–70. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.12.008>
- Karbhari, Y., Muye, I., Hassan, A. F. S., & Elnahass, M. (2018). Governance mechanisms and efficiency: Evidence from an alternative insurance (Takaful) market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 56, 71–92. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.02.017>
- Lagasio, V. (2018). Corporate governance in banks: Systematic literature review and meta-analysis. *Corporate Ownership & Control*, 16(1-1), 113-126. <http://doi.org/10.22495/cocv16i1c1art1>
- Lambalk, S., & de Graaf, F. J. (2017). Explaining the relationship between firm performance and corporate governance of Dutch non-life insurance companies: Dutch mutual and commercial companies compared. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 7(2), 197–231. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1269520>
- Lamm-Tennant, J., & Starks, L. T. (1993). Stock Versus Mutual Ownership Structures: The Risk Implications. *The Journal of Business*, 66(1), 29–46.
- Lee, H. S., Cheng, F. F., Har, W. M., Md Nassir, A., & Ab Razak, N. H. (2019). Efficiency, firm-specific and corporate governance factors of the Takaful insurance. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2018-0187>
- Li, H., Zhang, H., Tsai, S.-B., & Qiu, A. (2017). China's Insurance Regulatory Reform, Corporate Governance Behavior and Insurers' Governance Effectiveness. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 14(10). <https://doi.org/10.3390/ijerph14101238>
- Lin, S., Pope, P. F., & Young, S. (2003). Stock Market Reaction to the Appointment of Outside Directors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 351–382. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.t01-1-00001>
- Locatelli, R., Schena, C., Tanda A., Uselli, A., (2018). La relazione tra diversità e competenza dei board e performance delle banche. *Bancaria*, 8, 44-59.

- MacMinn, R. D., & Ren, Y. (2010). Mutual Versus Stock Insurers: A Synthesis of Theory and Empirical Work. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1697779>
- Magee, S., Schilling, C., & Sheedy, E. (2019). RISK GOVERNANCE IN THE INSURANCE SECTOR—DETERMINANTS AND CONSEQUENCES IN AN INTERNATIONAL SAMPLE. *Journal of Risk and Insurance*, 86(2), 381–413. <https://doi.org/10.1111/jori.12218>
- Markonah, M., Sudiro, A., & Rahayu, M. (2019). The Effect of Corporate Governance and Premium Growth on the Performance of Insurance Companies in Indonesia. *European Research Studies Journal*, XXII(2), 367–383.
- Marx, L. M., Mayers, D., & Smith, C. W. (2001). Insurer Ownership Structure and Executive Compensation as Complements. *The Journal of Risk and Insurance*, 68(3), 449. <https://doi.org/10.2307/2678118>
- Mayers, D., Shivdasani, A., & Smith, C. W. (1997). Board composition and corporate control: Evidence from the insurance industry. *JOURNAL OF BUSINESS*, 70(1), 33–62. <https://doi.org/10.1086/209707>
- Mayers, D., & Smith, C. W. (1981). Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets. *The Journal of Business*, 54(3), 407–434.
- Mayers, D., & Smith, C. W. (1988). Ownership Structure across Lines of Property-Casualty Insurance. *The Journal of Law & Economics*, 31(2), 351–378.
- Mayers, D., & Smith, C. W. (1992). Executive Compensation in the Life Insurance Industry. *The Journal of Business*, 65(1), 51–74. <https://doi.org/10.1086/296557>
- Mayers, D., & Smith, C. W. (1994). Managerial Discretion, Regulation, and Stock Insurer Ownership Structure. *The Journal of Risk and Insurance*, 61(4), 638. <https://doi.org/10.2307/253642>
- Mayers, D., & Smith, C. W. (2010). Compensation and Board Structure: Evidence From the Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 77(2), 297–327. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2010.01352.x>
- Miller, S. M. (2011). Managerial Discretion and Corporate Governance in Publicly Traded Firms: Evidence From the Property-Liability Insurance Industry. *Journal of Risk and Insurance*, 731–760. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01415.x>
- Miller, S., & Yang, T. (2014). Board Leadership Structure of Publicly traded Insurance Companies.
- Najjar, N. J., & Salman, R. A. M. (2013). The Impact of Corporate Governance on the Insurance Firm's Performance in Bahrain. *International Journal of Learning and Development*, 3(2). <https://doi.org/10.5296/ijld.v3i2.3511>
- Ng, T., Chong, L., & Ismail, H. (2012). Is the risk management committee only a procedural compliance?: An insight into managing risk taking among insurance companies in Malaysia. *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 71–86. <https://doi.org/10.1108/15265941311288112>
- O'Sullivan, N., & Diakon, S. R. (1999). Internal and External Governance Mechanisms: Evidence from the UK insurance industry. *Corporate Governance*, 7(4), 363–373. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00166>

- O'Sullivan, N., & Diacon, S. R. (2003). Board Composition and Performance in Life Insurance Companies. *British Journal of Management*, 14(2), 115–129. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00269>
- Pavić Kramarić, T., Aleksic, A., & Pejic-Bach, M. (2018). Measuring the impact of board characteristics on the performance of Croatian insurance companies. *International Journal of Engineering Business Management*, 10, 184797901876586. <https://doi.org/10.1177/1847979018765864>
- Pottier, S. W., & Sommer, D. W. (1997). Agency Theory and Life Insurer Ownership Structure. *The Journal of Risk and Insurance*, 64(3), 529. <https://doi.org/10.2307/253763>
- Pullano, L. (2011). Un'indagine empirica sulla governance delle imprese di assicurazioni quotate. *Economia Aziendale Online*, 2(2/2011), 189–207.
- Rosenbusch, N., Brinckmann, J., & Muller, V. (2013). Does acquiring venture capital pay off for the funded firms? A meta-analysis on the relationship between venture capital investment and funded firm financial performance. *Journal of Business Venturing*. 28(3), 335-353.
- Sandada, M., Manzanga, N., & Shamhuyenhanzva, R. (2015). How Do Board Characteristics Influence Business Performance? Evidence from Non-life Insurance Firms in Zimbabwe. 11(4), 14.
- Tanda, A., & Manzi, G. (2019). Underpricing of venture backed IPOs: a meta-analysis approach. *Economics of innovation and new technology*, <https://doi.org/10.1080/10438599.2019.1625154>
- Venuti, F., & Alfiero, S. (2016). The Impact of Corporate Governance on Risk Taking in European Insurance Industry. *World Academy Of Science, Engineering And Technology*, 10(1), 8.
- Wang, J. L., Jeng, V., & Peng, J. L. (2007). The Impact of Corporate Governance Structure on the Efficiency Performance of Insurance Companies in Taiwan. *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 32(2), 264–282.
- Wu, Y.-C., Kweh, Q. L., Lu, W.-M., & Azizan, N. A. (2016). The impacts of risk-management committee characteristics and prestige on efficiency. *Journal of the Operational Research Society*, 67(6), 813–829. <https://doi.org/10.1057/jors.2015.101>