In collaborazione con:

Cattedra AIDAF – EY di Strategia delle Aziende Familiari in memoria di Alberto Falck

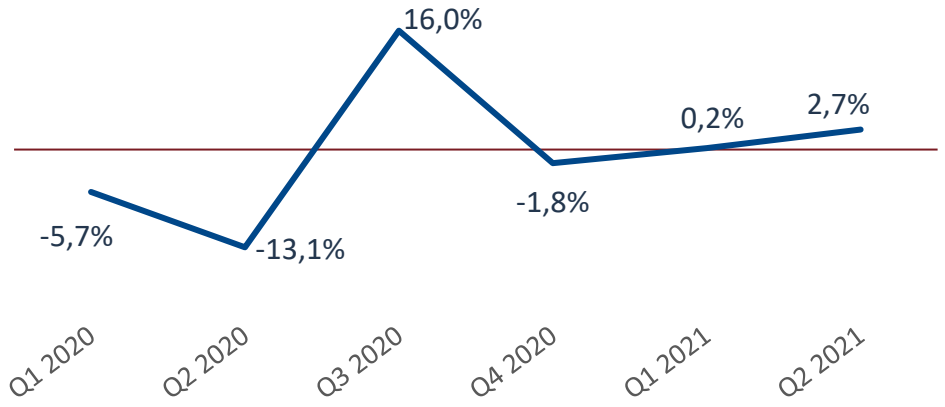
# XII Osservatorio AUB
# LE IMPRESE ITALIANE E LA REAZIONE AL COVID-19

*di Guido Corbetta e Fabio Quarato*

# Introduzione

# UN ANNO DI LOCKDOWN

## L'ANDAMENTO DEL PIL ITALIANO

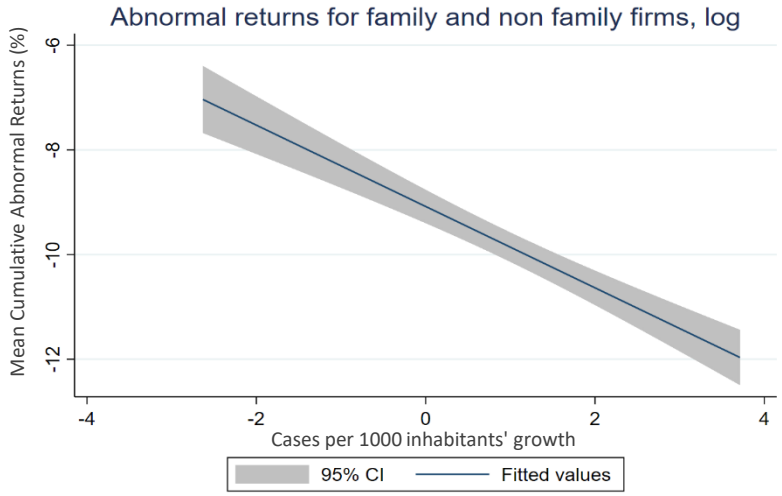



Fonte: *MISE*

## LA VARIAZIONE DEL VALORE AGGIUNTO (2020)

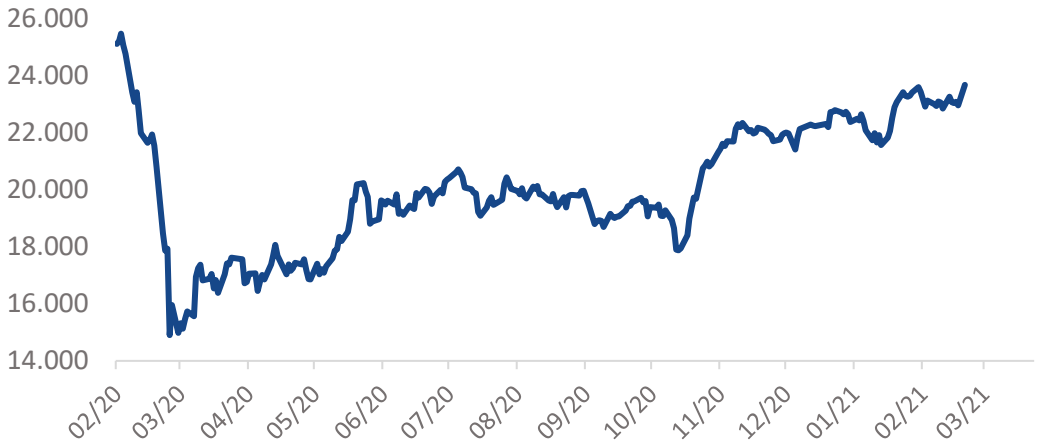
Fonte: *Rapporto Cerved PMI 2020*, classificazione in base al fatturato

## RENDIMENTI AZIONARI E DIFFUSIONE COVID




Fonte: Elaborazione JEME su dati *Refinitiv* e *Sole 24 Ore*

## L'ANDAMENTO DEL FTSE MIB




Fonte: *Refinitiv*

# COME È STATA AFFRONTATA LA CRISI?

Le **aziende Italiane** hanno risposto alla **crisi COVID-19** agendo su **cinque ambiti**:

**RICONVERSIONE**

Il **21%**[1] delle aziende ha adottato **nuovi modelli di business**

**DOWN-SIZING**

Il **16%**[1] ha **ridotto** i **fattori produttivi** e differito gli investimenti

**DIGITALIZZAZIONE**

**Investimenti** in server cloud, software, servizi digitali ed e-commerce

**LIQUIDITÀ**

È la principale **necessità** nella recessione per il **58%**[1] delle imprese

**PERSONALE**

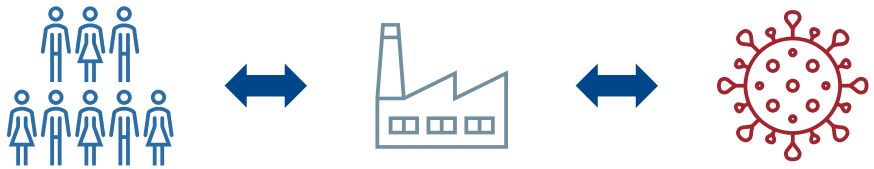
**Ammortizzatori sociali** (**42%**[1]) e forme di **lavoro a distanza** (**27%**[1])

[1] *I profili strategici e operativi delle imprese italiane nella crisi generata dal Covid-19*, ISTAT, gennaio 2021. Il campione coinvolto è costituito da circa 90 mila imprese con almeno 3 addetti attive nei settori dell'industria e dei servizi.

# IL PROGETTO DELLA CATTEDRA

## OBIETTIVO

Analizzare **come la presenza di famiglie** nella proprietà e nella leadership **ha influenzato la reazione** delle aziende **alla pandemia COVID-19**



## METODO

Questo si ottiene **analizzando e descrivendo** le **relazioni** fra performance e alcune variabili

Le **performance** delle aziende quotate a Piazza Affari

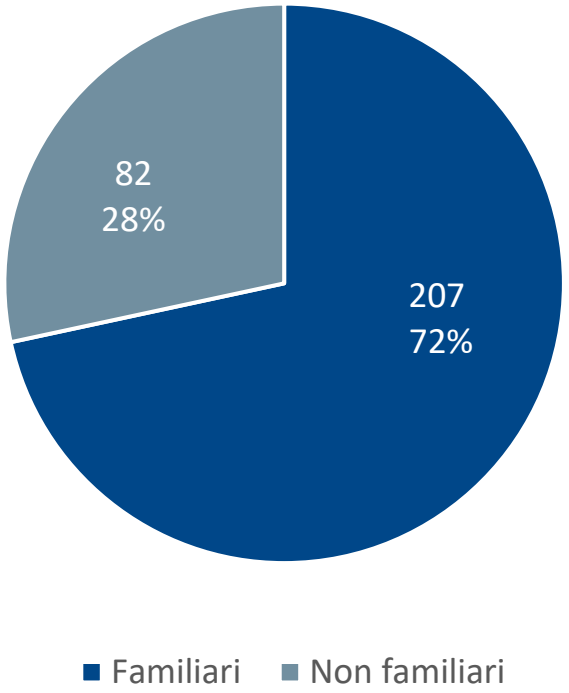
**Alcune variabili** selezionate

# IL CAMPIONE ANALIZZATO

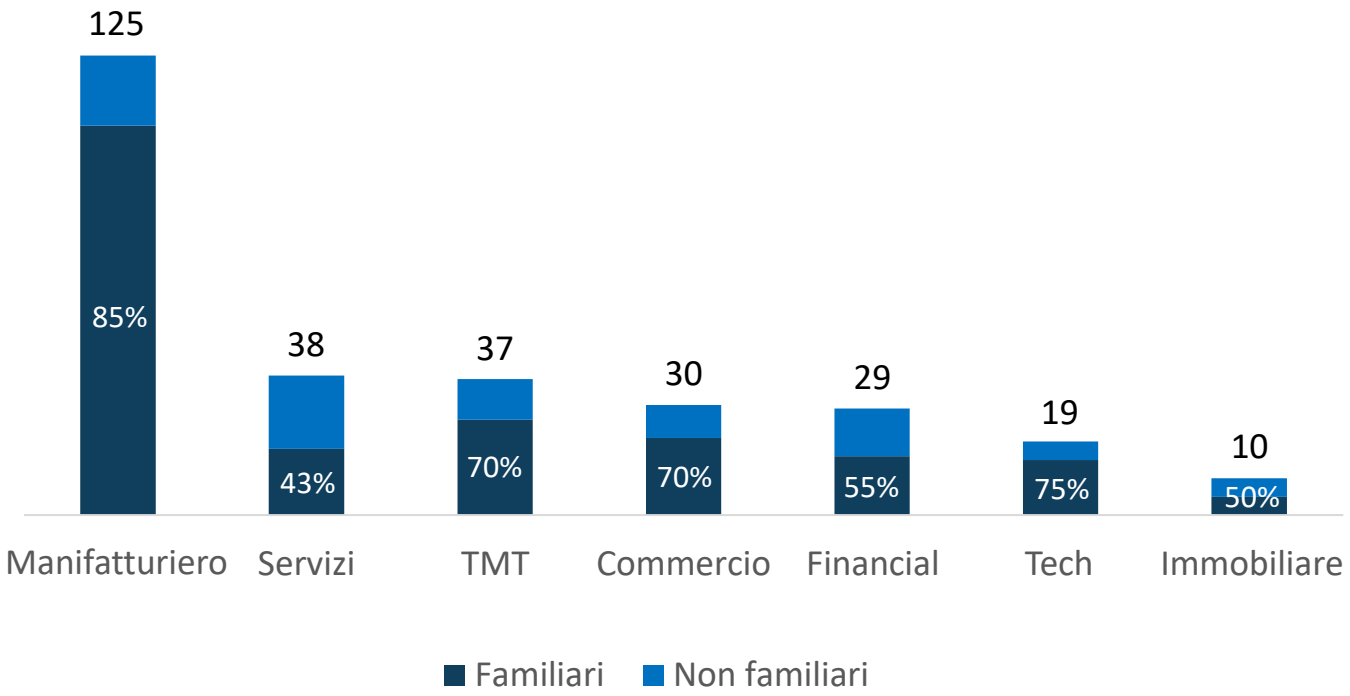
Il **campione** dell'analisi statistica è composto da **289 aziende** del listino FTSE Italia All-Share

Circa il **72% delle imprese** è caratterizzato da una **proprietà familiare**[1]. Le aziende presentano una distribuzione settoriale eterogenea, con una **prevalenza di attività nel manifatturiero**

## ASSETTO PROPRIETARIO




## SETTORI[2]

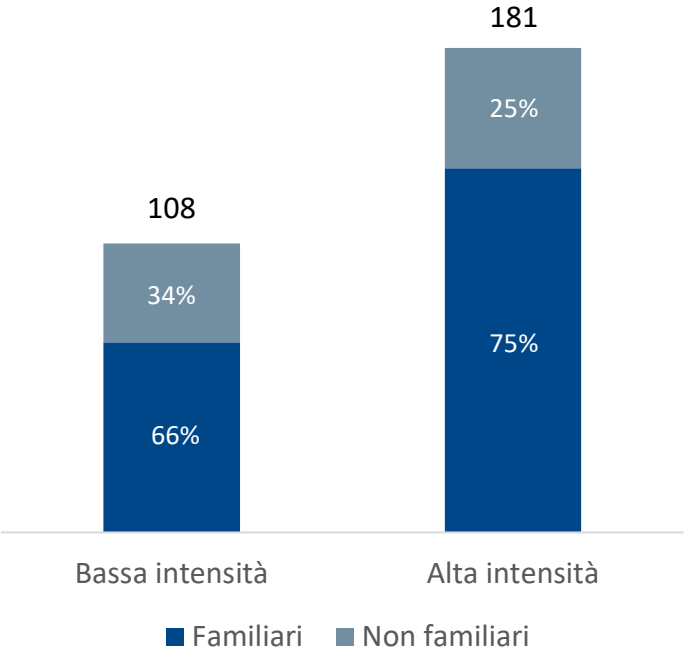



[1] Sono considerate «familiari» le società controllate da una o due famiglie almeno al 25%, o da una entità giuridica a sua volta riconducibile alla situazione descritta.
[2] Raggruppamento in macro-settori sulla base dei 19 di appartenenza delle aziende analizzate (classificazione NACE). Il termine «TMT» indica l'industria delle telecomunicazioni e dei media. (Tabella 1)

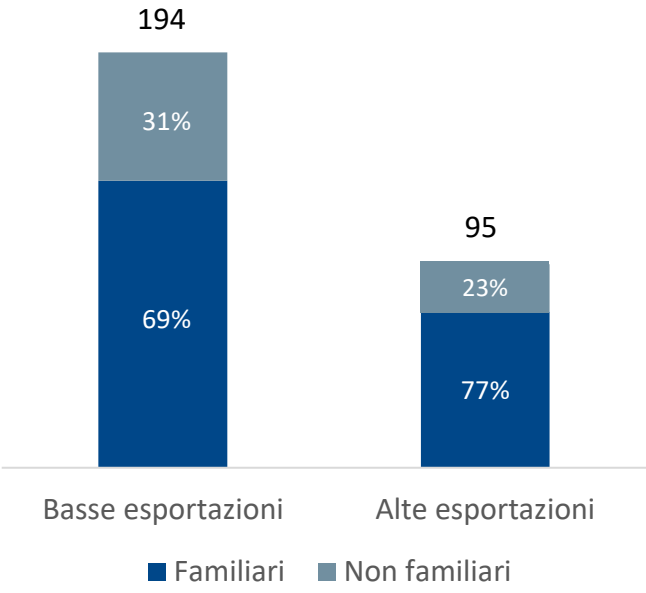
# GLI ALTRI CLUSTER DI STUDIO

Oltre all'assetto proprietario, sono state effettuate **tre ulteriori clusterizzazioni**: intensità di lavoro, esposizione al commercio e indebitamento[1]

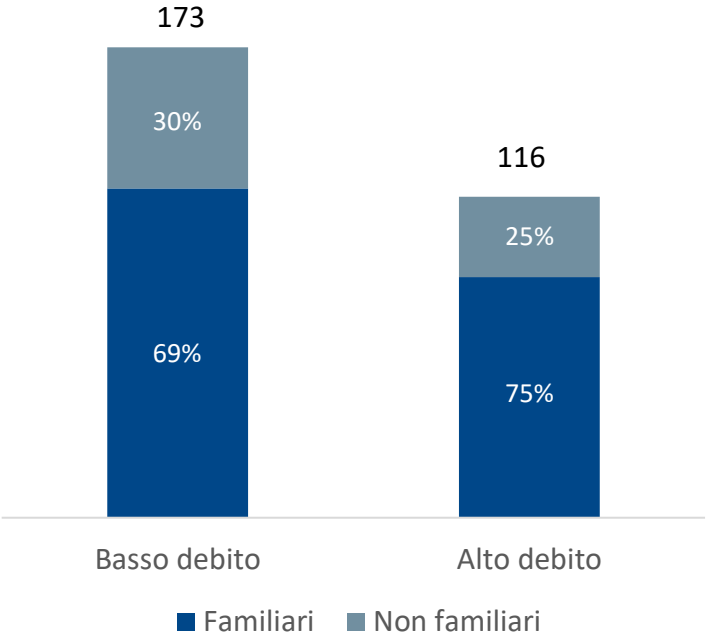
## INTENSITÀ DI LAVORO[2]




## ESPORTAZIONI[2]




## INDEBITAMENTO[2]




[1] I dati si riferiscono al 2019. I sottogruppi «*basso*» e «*alto*» sono stati definiti a seconda del valore delle variabili, se maggiore o minore della media del campione. La distribuzione relativa delle aziende familiari si mantiene costante tra i diversi sottogruppi.

[2] L'intensità di lavoro è data dal logaritmo naturale del rapporto fra il numero di dipendenti e l'attivo fisso netto. L'esposizione internazionale è data dalla percentuale di ricavi esteri nel 2019. L'indebitamento è calcolato dal rapporto fra il debito totale e il patrimonio netto nel 2019.

# IL PERIODO DI ANALISI

L'analisi è stata condotta considerando **quattro periodi** specifici, suddivisi prendendo a riferimento l'entrata in vigore di **interventi statali** in merito al **contenimento della pandemia**

**24 febbraio** – **30 aprile** (2020)

## 1ª Ondata

Iniziale **diffusione del virus** e primo decreto contenente misure restrittive di quarantena per 11 comuni italiani

**1 maggio** – **26 ottobre** (2020)

## 2ª Ondata

**Allentamento delle misure restrittive** sull'operatività aziendale per il **periodo estivo**

**27 ottobre** – **31 dicembre** (2020)

## 3ª Ondata

Rientro in vigore delle **restrizioni** per il **periodo autunnale**. La fine dell'anno solare determina il termine del periodo

**1 gennaio** – **5 marzo** (2021)

## 4ª Ondata

Inizio del nuovo anno fino al **rinnovo delle limitazioni** di spostamento interregionali[1]

[1] DPCM del 2 Marzo 2021, la cui effettiva entrata in vigore è avvenuta il 6 Marzo 2021.

# LE MISURE DI PERFORMANCE

Le seguenti **variabili dipendenti** sono state utilizzate nell'analisi[1]:

### ARs

L'**Abnormal Return**[2] è il logaritmo del **rendimento giornaliero anomalo** rispetto al rendimento atteso calcolato attraverso il market model

### CARs

Il **Cumulative Abnormal Return** è il **rendimento cumulato anomalo**, ottenuto dalla somma dei rendimenti giornalieri anomali

### ROI

Il Return on Investment si ottiene dal rapporto fra **reddito operativo aziendale** e **capitale investito** nell'anno contabile, meno la media di settore

### ROA

Il Return on Assets è pari al rapporto fra **reddito netto** e **attivo totale** medio durante l'anno contabile, meno la media di settore

### ROE

Il Return on Equity è ottenuto dal rapporto fra **reddito netto** e **capitale proprio** medio nell'anno contabile, meno la media di settore

[1] Svolta sia con un modello di regressione lineare che con un modello Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori (classificazione NACE). Le tabelle contenenti i risultati delle regressioni sono state riportate a fine presentazione, nella sezione "Appendici".

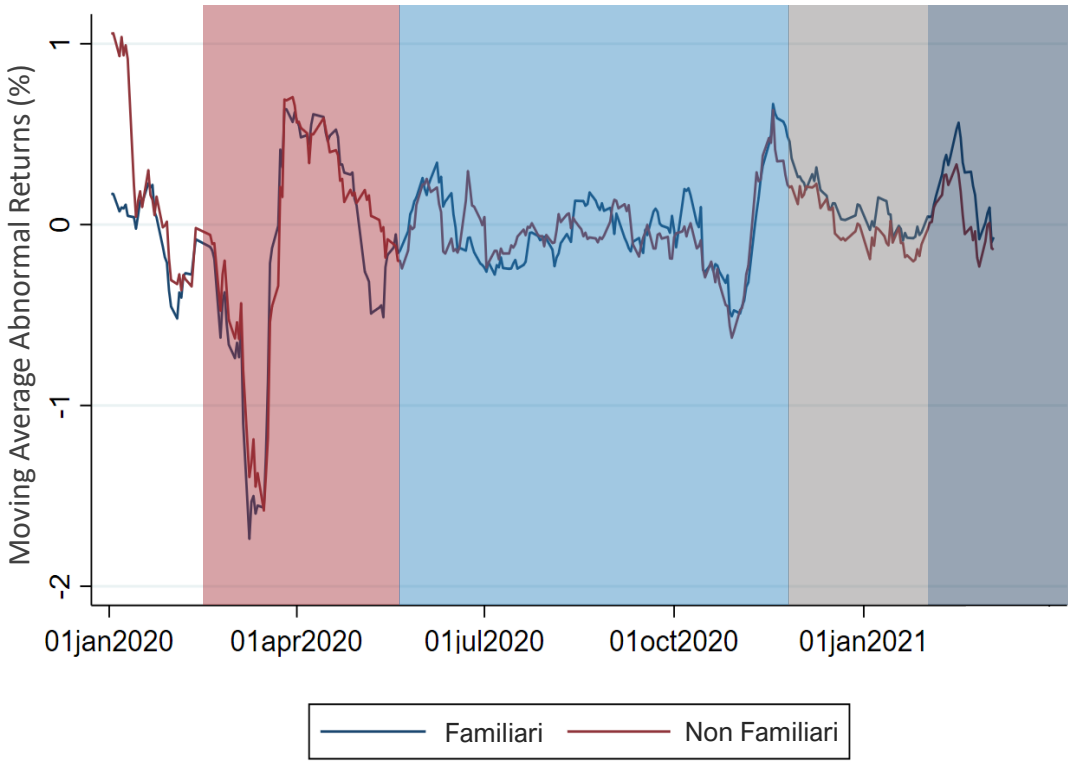
[2] Rendimenti giornalieri CAPM-adjusted dal primo gennaio al 6 marzo 2021. I beta CAPM sono stati stimati utilizzando i rendimenti giornalieri da gennaio 2017 a dicembre 2019 e utilizzando il FTSE-All Shares come indice di mercato.

# COME HANNO PERFORMATO LE AZIENDE? (1/2)

## SOVRAPERFORMANCE GIORNALIERA DELLE FAMILIARI SULLE NON FAMILIARI

| | |
|---|---|
| 1ª Ondata | **+ 0,13%[1]** |
| 2ª Ondata | **+ 0,09%[1]** |
| 3ª Ondata | **+ 0,15%[2]** |
| 4ª Ondata | **+ 0,22%[3]** |

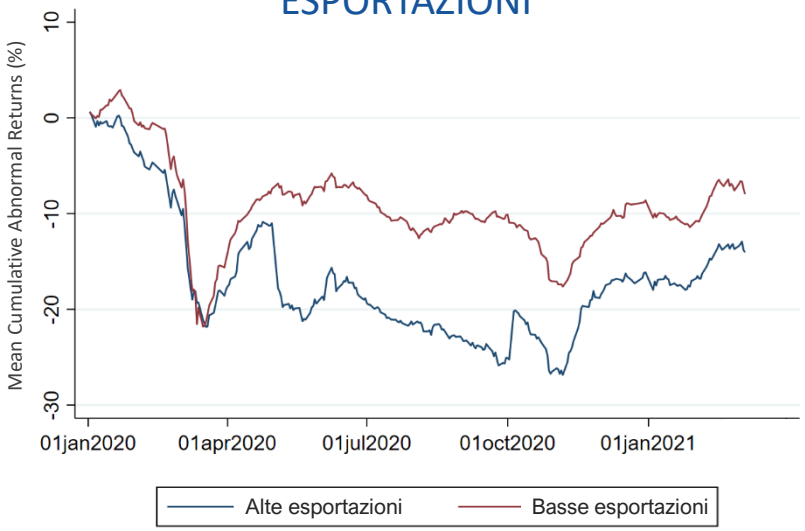
MEDIA MOBILE A 7 GIORNI DELLA PERFORMANCE «ANOMALA» PER ASSETTO PROPRIETARIO



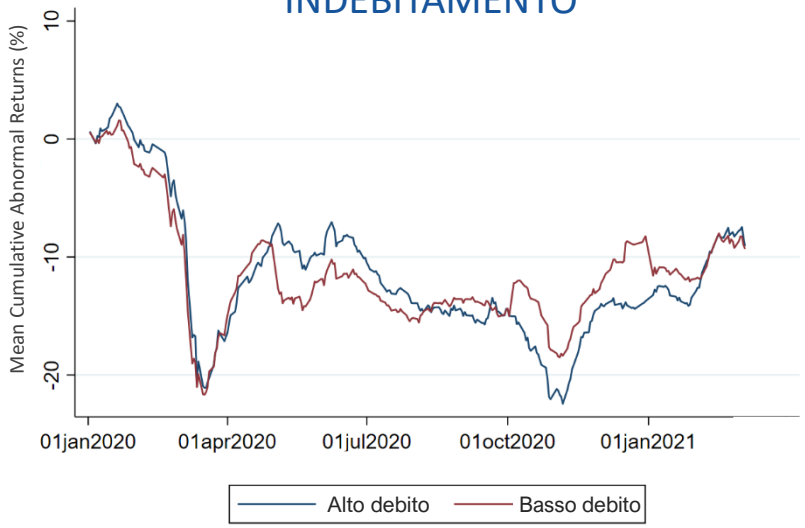

[1] Risultati di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. I p-value risultano essere minori del 10% (Tabella 2).
[2] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 2).
[3] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 2).

# COME HANNO PERFORMATO LE AZIENDE? (2/2)

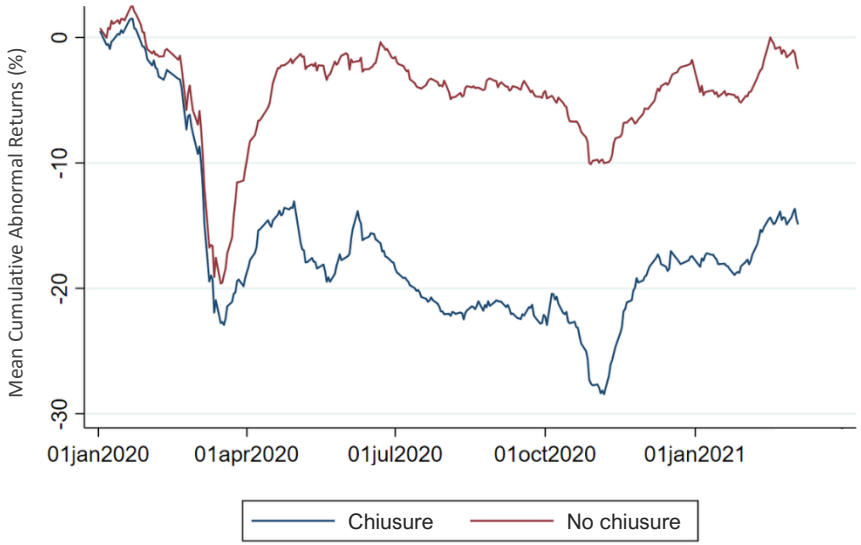
## ESPORTAZIONI




## INDEBITAMENTO




## CHIUSURA PARZIALE O TOTALE DELL'AZIENDA




## INTENSITÀ DI LAVORO

# I DRIVER DI PERFORMANCE ANALIZZATI (1/2)

Le seguenti **variabili indipendenti** sono state utilizzate nell'analisi:

### Smart working

La variabile indica se le aziende hanno adottato forme di **lavoro agile** per una parte (o la totalità) del personale, sia prima della pandemia che nel corso di questa

### Cassa Integrazione

Tale variabile indica se, nel corso dei mesi di blocco delle attività produttive, sono stati utilizzati **ammortizzatori sociali** quali CIGO, CIGD e assegno COVID-FIS

### Leva finanziaria

Calcolata attraverso il rapporto **PFN/PN**[1] nel 2019, la variabile è stata usata per **valutare** la **leva finanziaria** aziendale prima dello scoppio della pandemia

### Liquidità

Calcolata tramite il rapporto tra l'ammontare delle disponibilità liquide e l'attivo totale nel 2019, tale variabile permette di comprendere il **livello di liquidità** pre-pandemia

[1] La Posizione Finanziaria Netta è data dalla somma di debiti bancari, debiti altri finanziatori, obbligazioni e finanziamento soci, alla quale vengono sottratti i valori delle disponibilità liquide e altri titoli. La variabile è ottenuta rapportando la PFN al Patrimonio Netto (fonte: Refinitiv).

# I DRIVER DI PERFORMANCE ANALIZZATI (2/2)

Le seguenti **variabili indipendenti** sono state utilizzate nell'analisi:

### Chiusure

Tale variabile indica se, nel corso del periodo di analisi, è avvenuta una **cessazione parziale** o **totale** dell'**attività** in seguito all'impossibilità di accedere ai siti di produzione

### Filantropia

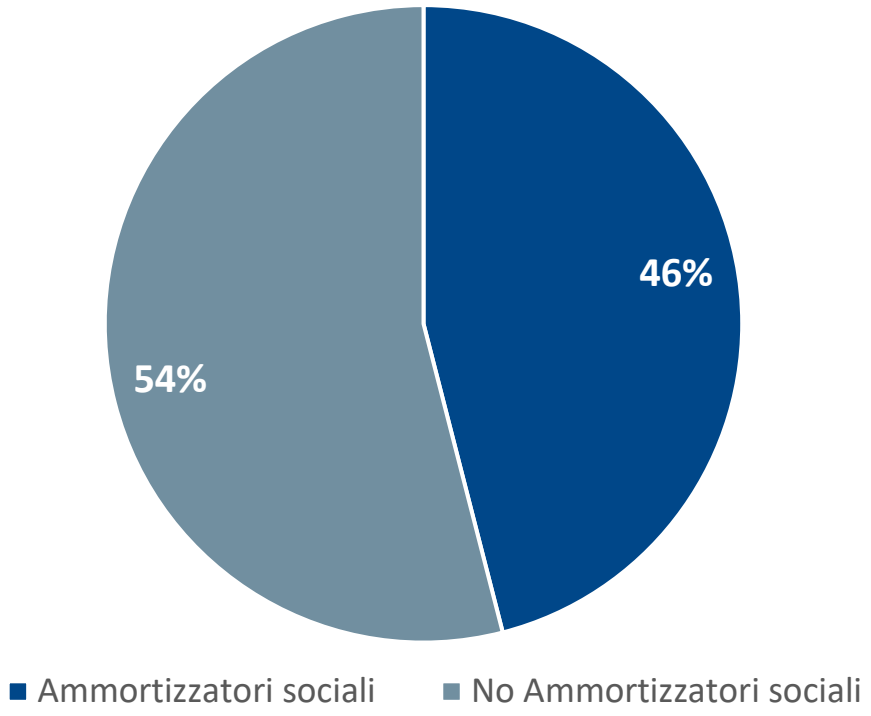
La variabile indica se le aziende hanno effettuato **donazioni** monetarie e/o di altro tipo, hanno organizzato **iniziative filantropiche** e/o fornito **aiuto** a **clienti** e **fornitori**

# Ammortizzatori sociali: risorsa o problema?

# AMMORTIZZATORI SOCIALI: IL CAMPIONE ANALIZZATO

Durante i mesi di lockdown, più del **46% delle S.p.a. del campione** ha ridotto i costi del personale ricorrendo alla **cassa integrazione** ordinaria e in deroga

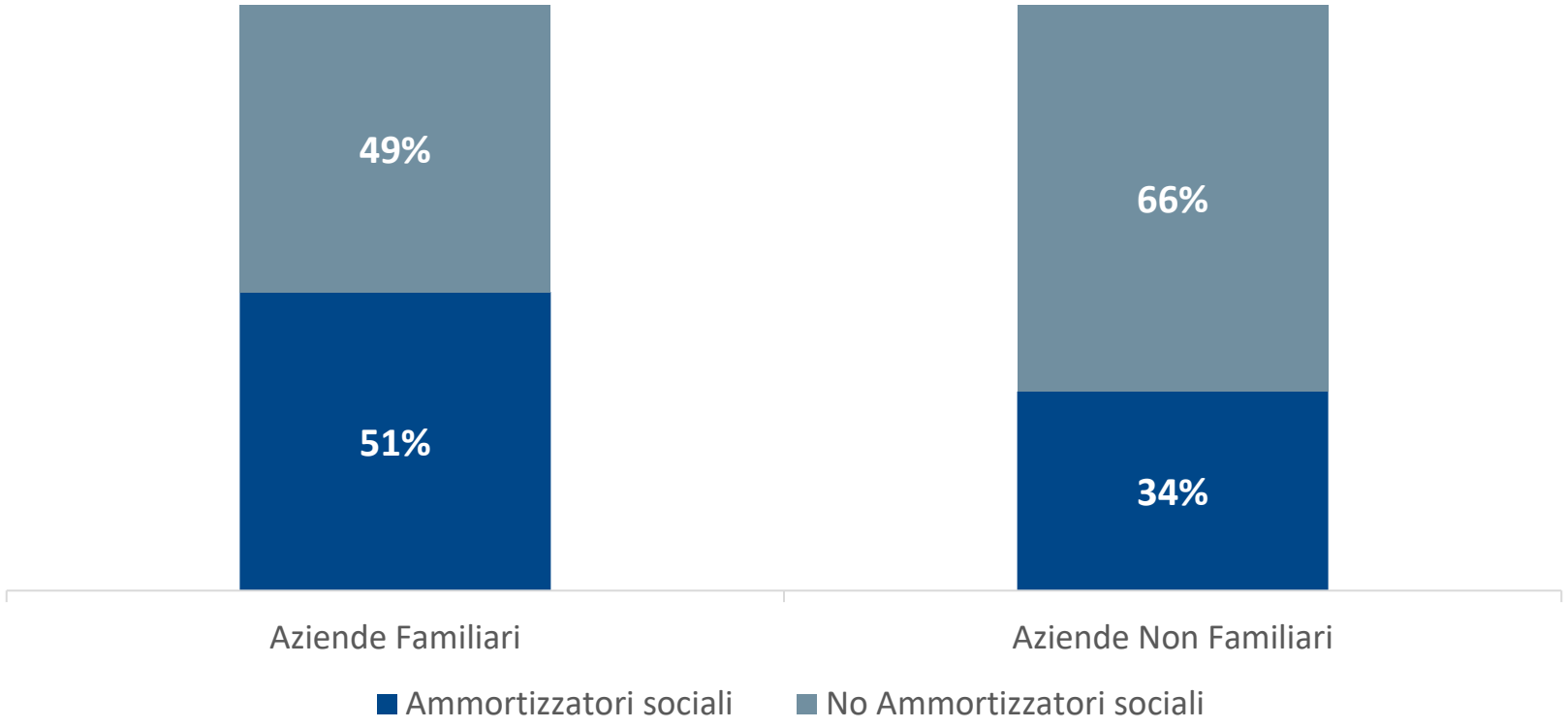
## AZIENDE CHE HANNO USUFRUITO DI AMMORTIZZATORI SOCIALI



# L'UTILIZZO DELLA CASSA INTEGRAZIONE NELLE FAMILIARI

L'**utilizzo degli ammortizzatori** è risultato **più frequente** fra le **aziende familiari.**
Tale differenza può essere imputabile alla maggiore concentrazione delle **familiari nei settori più soggetti alle restrizioni**[1]

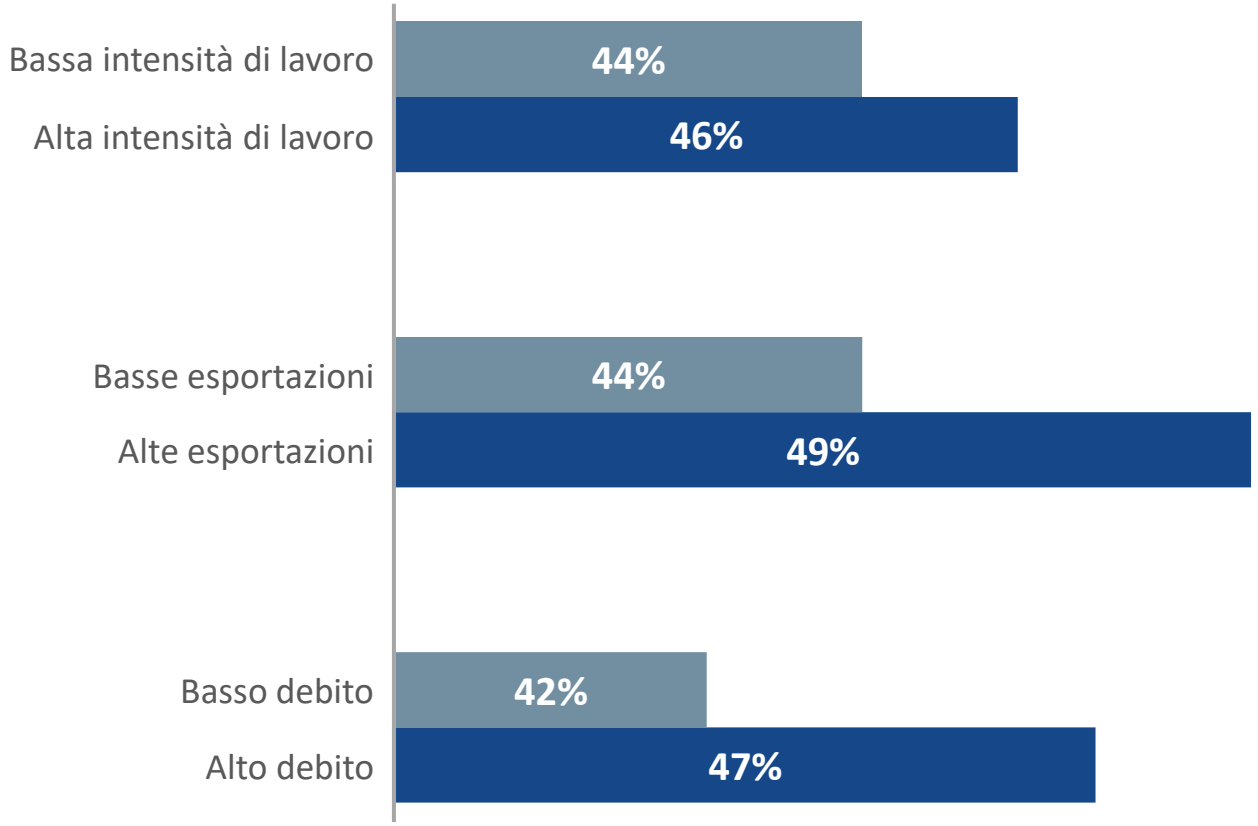
## ADOZIONE DEGLI AMMORTIZZATORI SOCIALI PER ASSETTO PROPRIETARIO




[1] Il 73% delle imprese manifatturiere del campione ha registrato una riduzione parziale o totale dell'attività.

# AMMORTIZZATORI SOCIALI: LA SUDDIVISIONE IN CLUSTERS

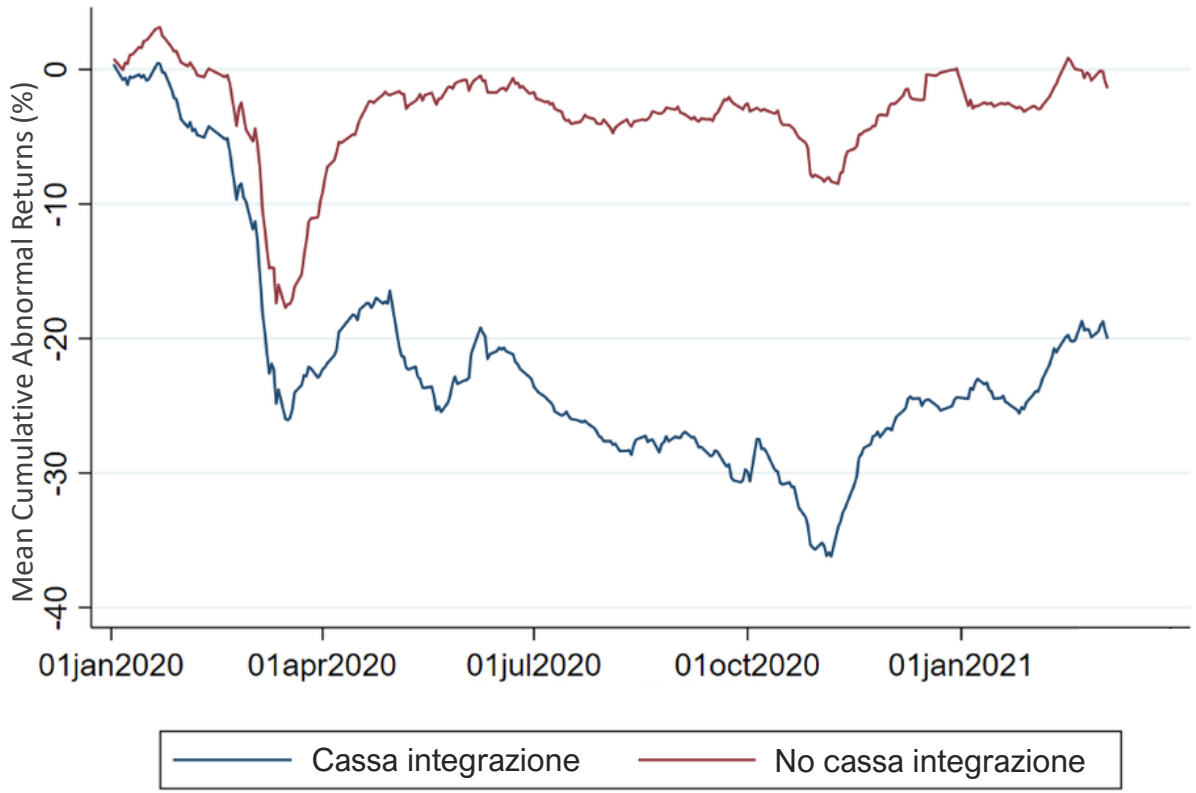
## DISTRIBUZIONE DELLE AZIENDE ADOTTANTI CIG NEI CLUSTER




La suddivisione nei tre cluster **intensità di lavoro**, **fatturato all'estero** e **indebitamento** evidenzia come il ricorso agli ammortizzatori sociali sia stato equamente condiviso, rilevando un tasso di adozione compreso tra il 42% e il 49%

# GLI AMMORTIZZATORI SOCIALI E RENDIMENTO IN BORSA (1/3)

## PERFORMANCE ANOMALA CUMULATA DELLE AZIENDE




**- 12,8%[1]**

**Sottoperformance media delle aziende adottanti Cassa Integrazione**
**Feb 2020 – Mar 2021**

[1] Risultato cumulato dell'applicazione di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 3).

# GLI AMMORTIZZATORI SOCIALI E RENDIMENTO IN BORSA (2/3)

Dall'analisi è emersa una **correlazione negativa** tra il ricorso a strumenti di sostegno alla retribuzione e la performance di borsa giornaliera di **tutte le aziende** presenti nel campione

## AZIENDE FAMILIARI

Il rendimento azionario è stato **impattato negativamente** nei casi di utilizzo della cassa integrazione

**- 0,07%**[1]
Performance «anomala» giornaliera

**-19,3%**[2]
Performance «anomala» cumulata

## AZIENDE NON FAMILIARI

Hanno riportato una **performance meno aggravata** in seguito all'adozione di ammortizzatori sociali

**- 0,06%**[3]
Performance «anomala» giornaliera

**-10,3%**[4]
Performance «anomala» cumulata

[1] Risultato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 4).
[2] Risultato di un modello di regressione lineare. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 5).
[3] Risultato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 10% (Tabella 4).
[4] Risultato di un modello di regressione lineare. Il p-value risulta essere minore del 10% (Tabella 5).

# GLI AMMORTIZZATORI SOCIALI E RENDIMENTO IN BORSA (3/3)

Si riscontra che l'**impatto** dell'adozione della cassa integrazione **sulla performance azionaria** ha **intensità differenti** a seconda del cluster di appartenenza

## INTENSITÀ DEL LAVORO[1]

Le **aziende** con **basso impiego di personale** hanno registrato un **calo in borsa** nel caso in cui abbiano fatto richiesta di ammortizzatori sociali

**-11,5%[3]**

Bassa intensità

## ESPORTAZIONI

Le **quotazioni** hanno risentito **negativamente** del ricorso della cassa integrazione, in particolare quelle delle imprese **votate all'export**

**-15,1%[2]**

Alte esportazioni

**-10,4%[2]**

Basse esportazioni

## INDEBITAMENTO

I titoli di aziende con **elevato livello di indebitamento** hanno manifestato **rendimenti peggiori** in caso di ricorso ad ammortizzatori sociali

**-24,8%[2]**

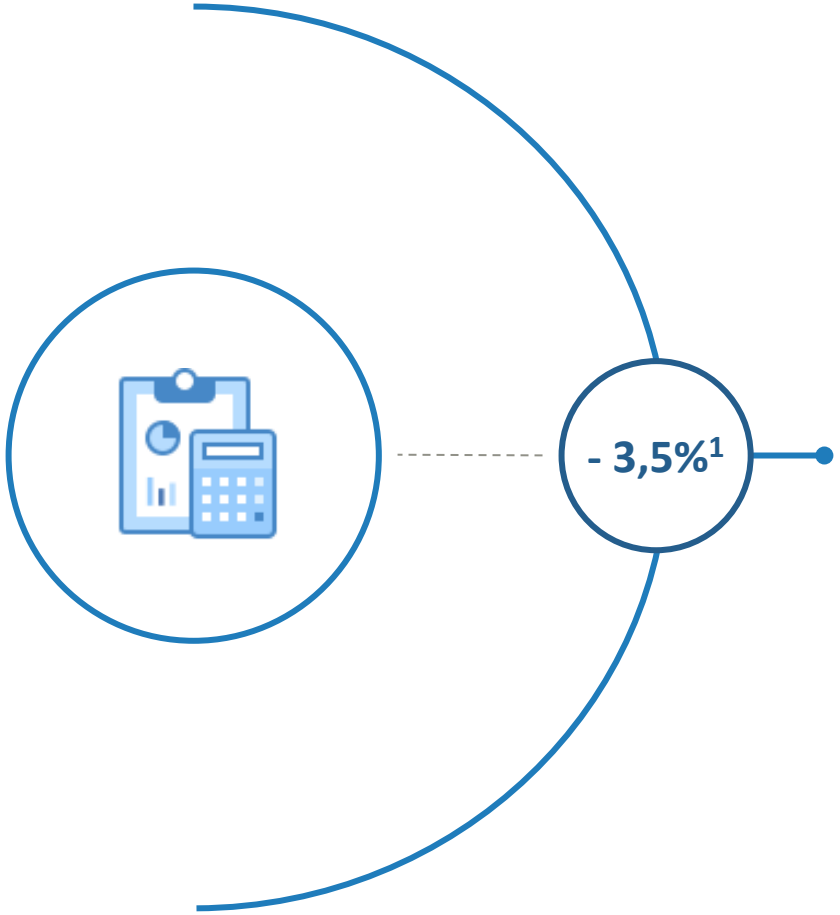
Alto debito

**-11,8%[2]**

Basso debito

[1] Il risultato del cluster delle imprese ad alta intensità di lavoro non è stato riportato in quanto non significativo.
[2] Risultati cumulati di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. I p-value risultano essere minori dell'1% (Tabella 6 e Tabella 7).
[3] Risultato cumulato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minori del 5% (Tabella 8).

# GLI AMMORTIZZATORI SOCIALI E LA PERFORMANCE CONTABILE




**ROE**

Si osserva una correlazione **negativa** tra le aziende che hanno fatto uso di strumenti di sostegno alla retribuzione e la redditività del capitale proprio

[1] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 11).

# AMMORTIZZATORI SOCIALI : INTERPRETAZIONE DEI RISULTATI

**Il risultato**

In linea con i risultati di altri periodi storici[1], il ricorso agli **ammortizzatori sociali** è interpretato dal mercato come un **segnale** di **stress finanziario**.
Le aziende **familiari** hanno ottenuto una **sottoperformance** più marcata rispetto alle non (**-19,3**%)

**Impatto sul bilancio**

Nonostante tali misure abbiano ridotto la struttura dei costi, emerge una correlazione **negativa** con il **ROE**. In particolare, l'impatto è significativamente negativo per le non familiari (**-7,9**%[2]).
Inoltre, si osserva un effetto negativo sulla **produttività** dei **dipendenti**[3]

**Prestazione in borsa**

Il cluster delle **imprese** caratterizzate da un **alto grado** di **indebitamento** e che hanno fatto uso di strumenti di sostegno alla retribuzione è quello a presentare la **performance** più **negativa** (**- 24,7%**), confermando quanto detto in precedenza

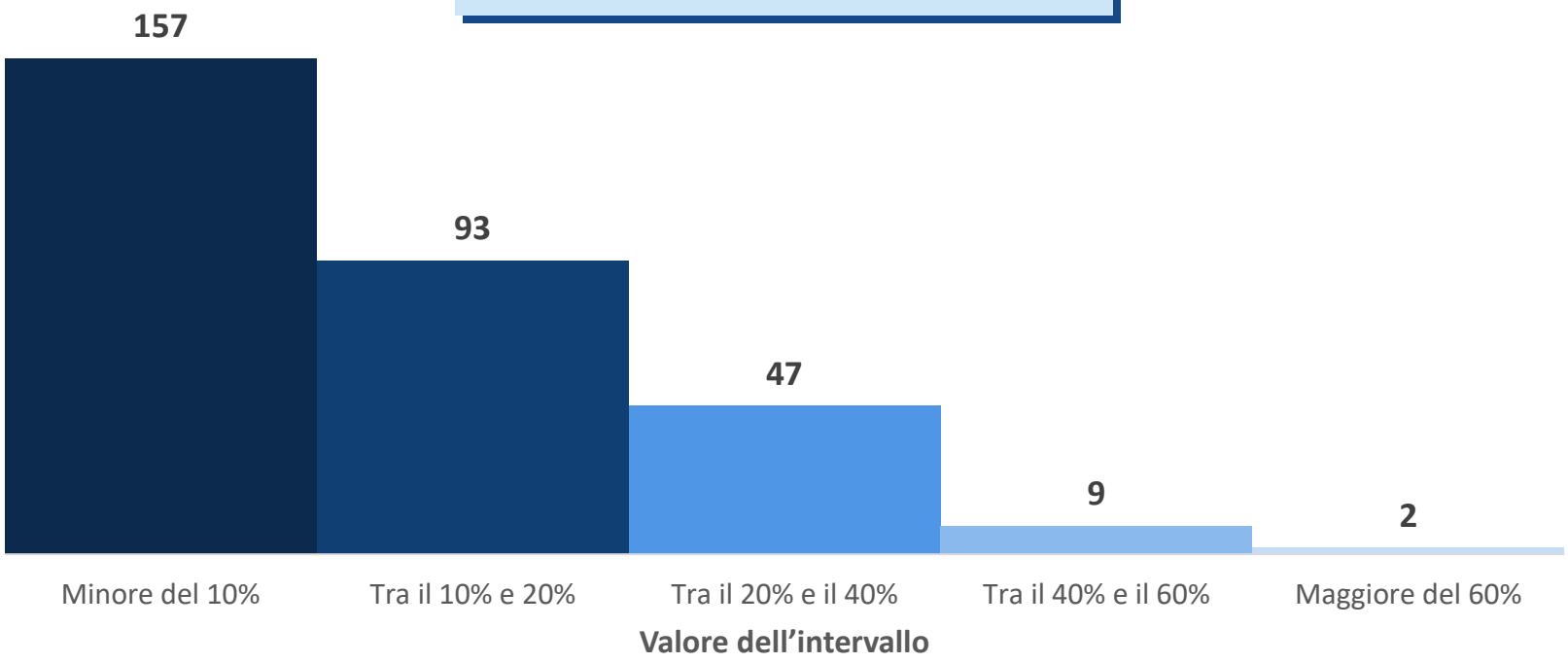
[1] *A Comparative Analysis of Layoff Announcements and Stock Price Reactions in the United States and Japan*, Peggy M. Lee, 1997.
[2] Il valore riportato è il risultato di un modello di regressione lineare applicato al cluster delle familiari. Il p-value è minore del 5% (Tabella 13).
[3] Risultato dell'applicazione di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori in cui la variabile dipendente è il logaritmo del valore aggiunto (EBIT sommato alla spesa per salari) per dipendente. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 9).

# Il ruolo della Liquidità

# LIQUIDITÀ AZIENDALE: IL CAMPIONE ANALIZZATO

La variabile indicante il livello di **liquidità aziendale** è data dal rapporto tra l'ammontare di **disponibilità liquide** e il **totale delle attività** presenti a bilancio nell'anno 2019

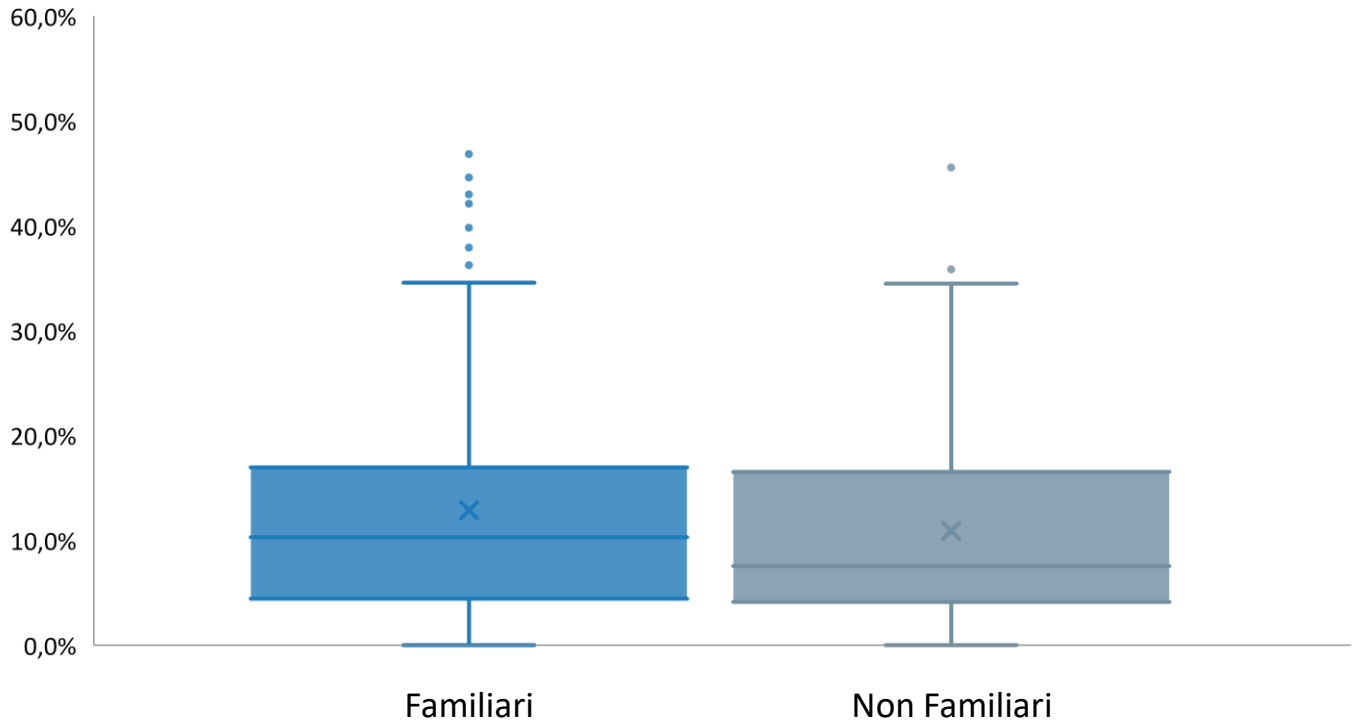
DISTRIBUZIONE DEL CAMPIONE




Si nota come circa l'**87%** delle **imprese del campione** scelto abbia un indice inferiore a 20%, suggerendo una basso livello di liquidità in rapporto alla dimensione aziendale

# LIQUIDITÀ AZIENDALE: DISTRIBUZIONE NEL CAMPIONE

## DISTRIBUZIONE DELL'INDICE PER ASSETTO PROPRIETARIO




La distribuzione dell'indice mostra come il **50%** delle imprese **familiari** del campione abbia un livello di **liquidità maggiore** del **10%**

D'altro canto, le **non familiari** si caratterizzano per un **minor livello** di **disponibilità liquide** (il 41,5% del campione ne dispone più del 10% dell'attivo)

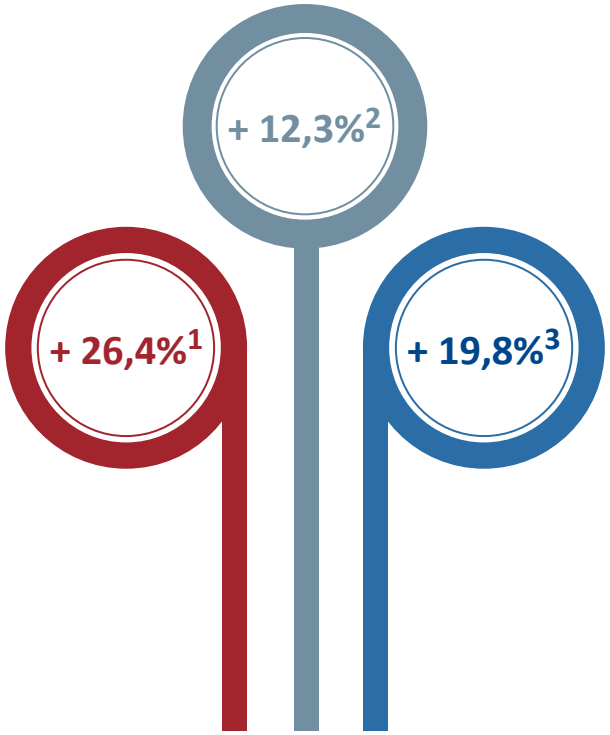
# LIQUIDITÀ AZIENDALE E PERFORMANCE CONTABILE

## ROA

I risultati mostrano come l'indice di redditività **ROA** sia correlato **positivamente** all'aumentare del livello di liquidità

## ROI

Si osserva che la **redditività del capitale** investito **aumenta** in relazione ad un aumento dell'indice di liquidità




## ROE

Le aziende, all'aumentare della liquidità in rapporto alla dimensione aziendale, hanno ottenuto un **ROE positivo**

[1] Risultati di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. I p-value risultano essere minori dell'1% (Tabella 10).
[2] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (Did) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 12).
[3] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (Did) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 10% (Tabella 11).

# LIQUIDITÀ AZIENDALE: INTERPRETAZIONE DEI RISULTATI

Bocconi

**I risultati**

Si può notare che una liquidità aziendale più elevata è associata a risultati medi in termini di **ROE**, **ROA** e **ROI** più che **positivi**.
In particolare, emerge che le imprese **familiari** hanno conseguito in media un **ROE** del **22,6%** maggiore al crescere del livello di liquidità[1]

**L'impatto sul bilancio**

Come emerso in altri studi[2], una crisi di liquidità come quella generata dall'emergenza sanitaria, a parità di altri fattori, ha permesso alle **aziende** con maggiori disponibilità **liquidità** di **gestire** in maniera più **efficiente** i cash-flow e l'**operatività aziendale**

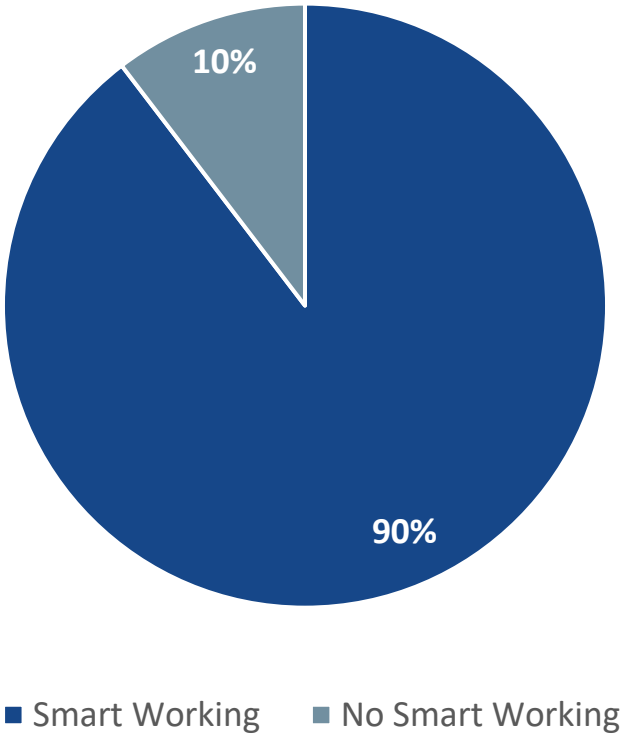
[1] Il valore riportato è il risultato di un modello di regressione lineare applicato al cluster delle familiari. Il p-value è minore del 5% (Tabella 13).
[2] *The impact of covid-19 on financial management: evidence from Romania*, Monica Violeta Achim et Al., 2021.
*The Role of Financial Flexibility on Enterprise Sustainable Development during the COVID-19 Crisis-A Consideration of.*, Teng et Al., 2021.

# L’impatto dello smart working

# SMART WORKING: IL CAMPIONE ANALIZZATO

Con il termine «smart working» è indicata la possibilità di svolgere le proprie mansioni lavorative in **un luogo terzo** rispetto all'ufficio. Durante la pandemia, il **90%** delle **aziende** ha adottato un modello di **lavoro a distanza** per una parte (o la totalità) dei suoi dipendenti

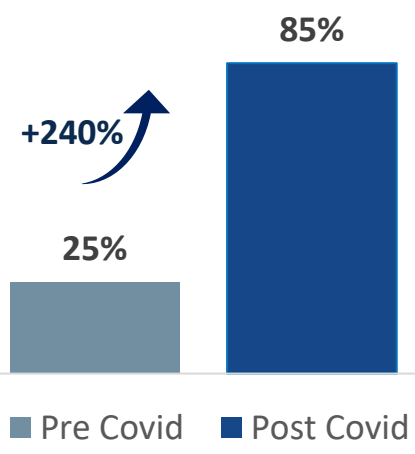
## AZIENDE CHE HANNO IMPLEMENTATO LO SMART WORKING



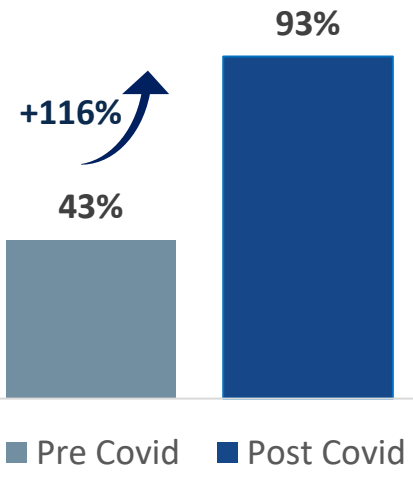
# SMART WORKING: UNA PREMESSA

Secondo i dati, lo **smart working** è stato ed è più **diffuso** nelle imprese **non familiari**.
Nonostante la sua adozione fosse relativamente **minore** nelle **familiari** (probabilmente perché esse sono molto presenti nel **settore manifatturiero**[1]), queste hanno incrementato sostanzialmente l'adozione del lavoro a distanza

## SMART WORKING NELLE FAMILIARI



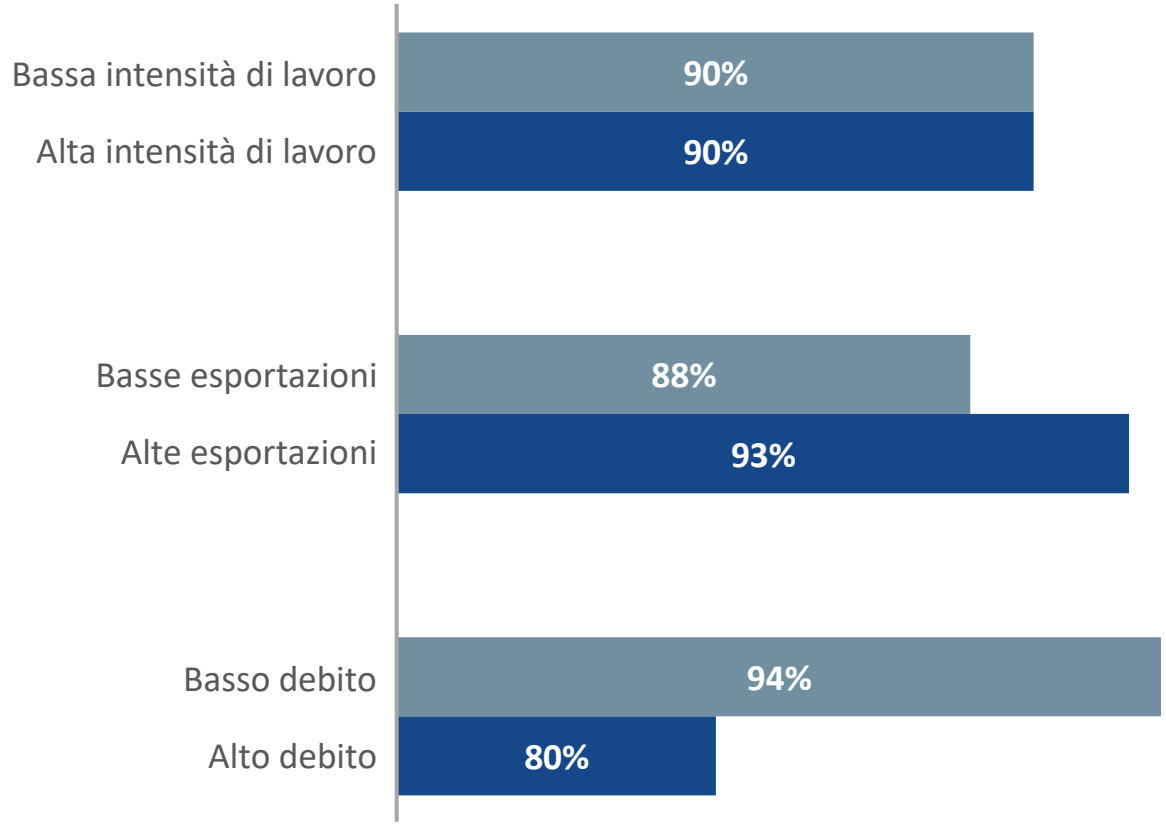

## SMART WORKING NELLE NON FAMILIARI




[1] Con riferimento al campione dell'analisi: 106 aziende delle 125 che operano nel settore manifatturiero sono a conduzione familiare (85%).

# SMART WORKING: LA SUDDIVISIONE IN CLUSTERS

## DISTRIBUZIONE DELLE AZIENDE ADOTTANTI SW NEI CLUSTER




L'adozione dello smart working è stata una decisione **equamente condivisa** indipendentemente dall'**intensità di lavoro** e dall'**esposizione internazionale**

Allo stesso tempo, emerge che le aziende con un **alto debito** tendono ad essere quelle dove l'adozione di un modello di lavoro a distanza è **meno frequente**

# SMART WORKING E RENDIMENTO IN BORSA (1/2)

Si riscontra una **correlazione positiva** fra le aziende che hanno adottato lo smart working e la loro sovra-performance giornaliera (**+0,15%**[1]), mentre nel periodo di analisi hanno ottenuto un **rendimento** totale **negativo** (**-6,01%**[2])

## AZIENDE FAMILIARI

Il rendimento azionario delle imprese familiari è stato **impattato positivamente** nei casi in cui è stato implementato un modello di lavoro a distanza

**+ 0,13%**[1]

**Performance «anomala» giornaliera**

**+ 0,26%**[3]

**Performance «anomala» giornaliera**

## AZIENDE NON FAMILIARI

Le aziende non familiari hanno riportato una **performance azionaria superiore** rispetto alle aziende familiari considerando l'adozione dello smart working

[1] Risultato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 14 e Tabella 4).
[2] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 15).
[3] Risultato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 4).

# SMART WORKING E RENDIMENTO IN BORSA (2/2)

L'**impatto sulla performance giornaliera azionaria** dell'adozione dello smart working ha **intensità differenti** a seconda del cluster di appartenenza

## INTENSITÀ DI LAVORO[1]

I titoli di aziende con un'**elevata intensità di lavoro** hanno riportato una sovra-performance giornaliera in caso di adozione di smart working

**+ 0,18%[2]**
Alta intensità

## ESPORTAZIONI

Le **performance** di aziende, sia ad alta esposizione internazionale che bassa, sono **correlate positivamente** all'introduzione dello smart working

**+ 0,18%[2]**
Alte esportazioni

**+ 0,14%[2]**
Basse esportazioni

## INDEBITAMENTO

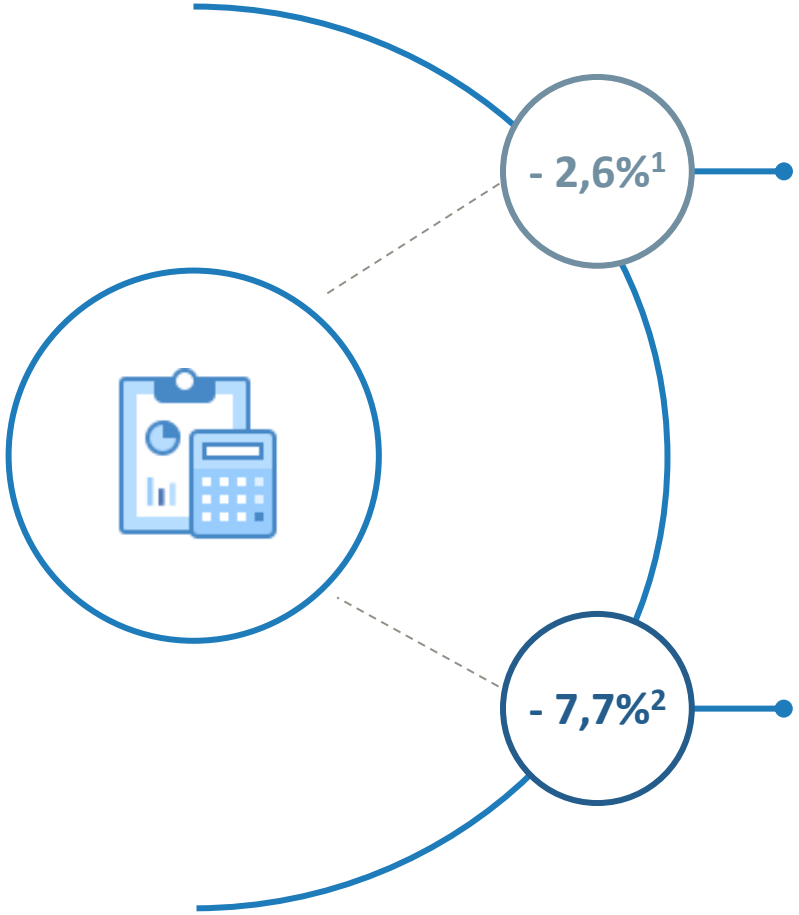
I titoli di aziende con un **basso livello di indebitamento** hanno manifestato **rendimenti superiori** una volta annunciato l'adozione dello smart working

**+ 0,14%[3]**
Alto debito

**+ 0,16%[2]**
Basso debito

[1] Il risultato del cluster delle imprese ad alta intensità di lavoro non è stato riportato in quanto non significativo.
[2] Risultati di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. I p-value risultano essere minori dell'1% (Tabelle 6.b, 7.b, 8.b).
[3] Risultato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 8.b).

# SMART WORKING E PERFORMANCE CONTABILE




**ROA**

Le aziende che hanno adottato lo smart working sono state caratterizzate mediamente da un ROA **negativo** nel 2020

**ROE**

Si osserva una correlazione **negativa** tra le aziende che hanno implementato lo smart working e la redditività del capitale proprio

[1] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 10% (Tabella 10).
[2] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 11).

# SMART WORKING: INTERPRETAZIONE DEI RISULTATI

**Il risultato**

Pur avendo in passato adottato raramente forme di lavoro a distanza, lo smart working ha permesso alle **familiari** di registrare una **sovraperformance** giornaliera in Borsa. D'altro canto, la continuità lavorativa non ha però permesso di recuperare i mancati ricavi (l'impatto sul ROE non è significativo)

**Impatto sul bilancio**

La performance contabile delle imprese che hanno implementato lo smart working risulta essere **negativa** (ROA -2,55% e ROE -7,7%).
Si nota infatti che tale variabile **non** è stata **rilevante** nella crescita dei **ricavi**[2]

**Prestazione in borsa**

Grazie alla **continuità lavorativa**, le aziende adottanti smart working hanno mediamente **sovraperformato** giornalmente nel corso della pandemia; tuttavia, gli effetti si esauriscono nella prima ondata (**+7,1%**[3]) dato che nell'intero periodo il rendimento è negativo (**-6%**)

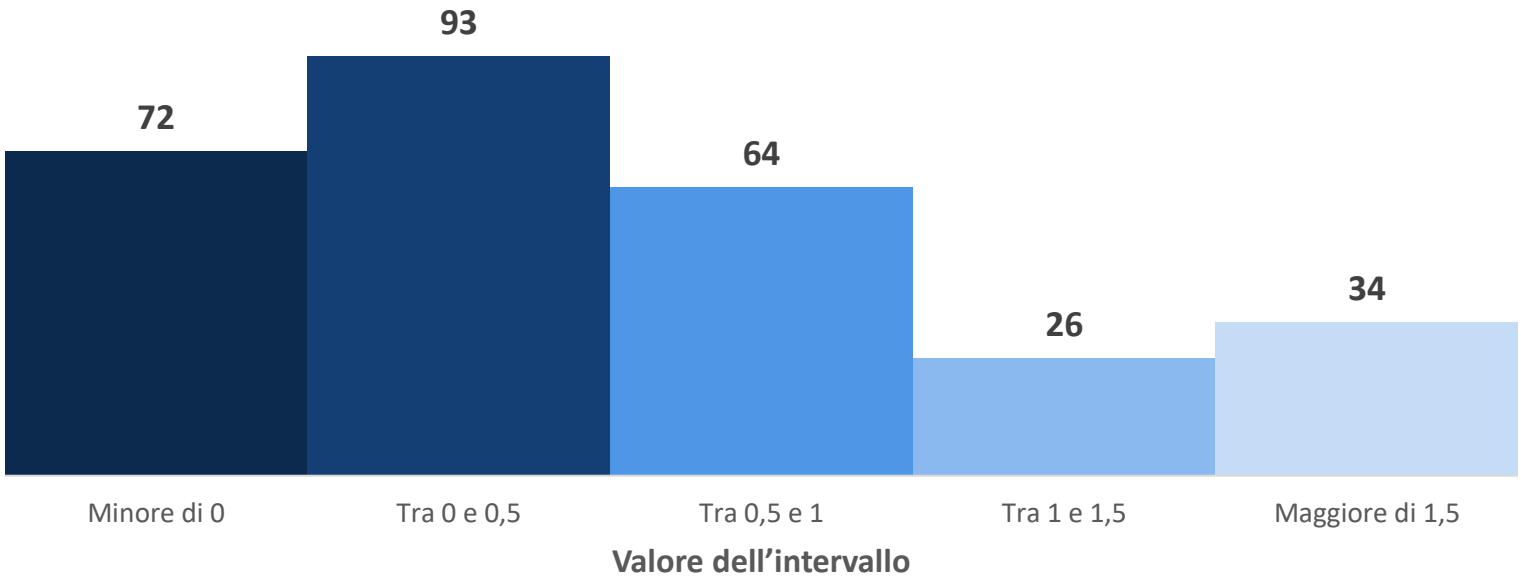
[1] Risultato dell'applicazione di un modello di regressione lineare in cui la variabile dipendente è la crescita dei ricavi meno la media di settore.
[2] Modello di regressione Difference-in-Difference ad effetti fissi per settori, in cui la variabile dipendente è il rendimento anomalo giornaliero.
La «prima ondata» equivale al periodo 24/02/2020 – 30/04/2020. Il p-value è minore dell'1% (Tabella 14).

# Il ruolo della leva finanziaria pre-COVID

# LEVA FINANZIARIA PRE-COVID: IL CAMPIONE ANALIZZATO

La variabile **PFN/PN**, ovvero il rapporto tra l'indebitamento finanziario netto e il patrimonio netto delle aziende, è un indicatore che permette di indagare la **leva finanziaria** utilizzata dall'azienda

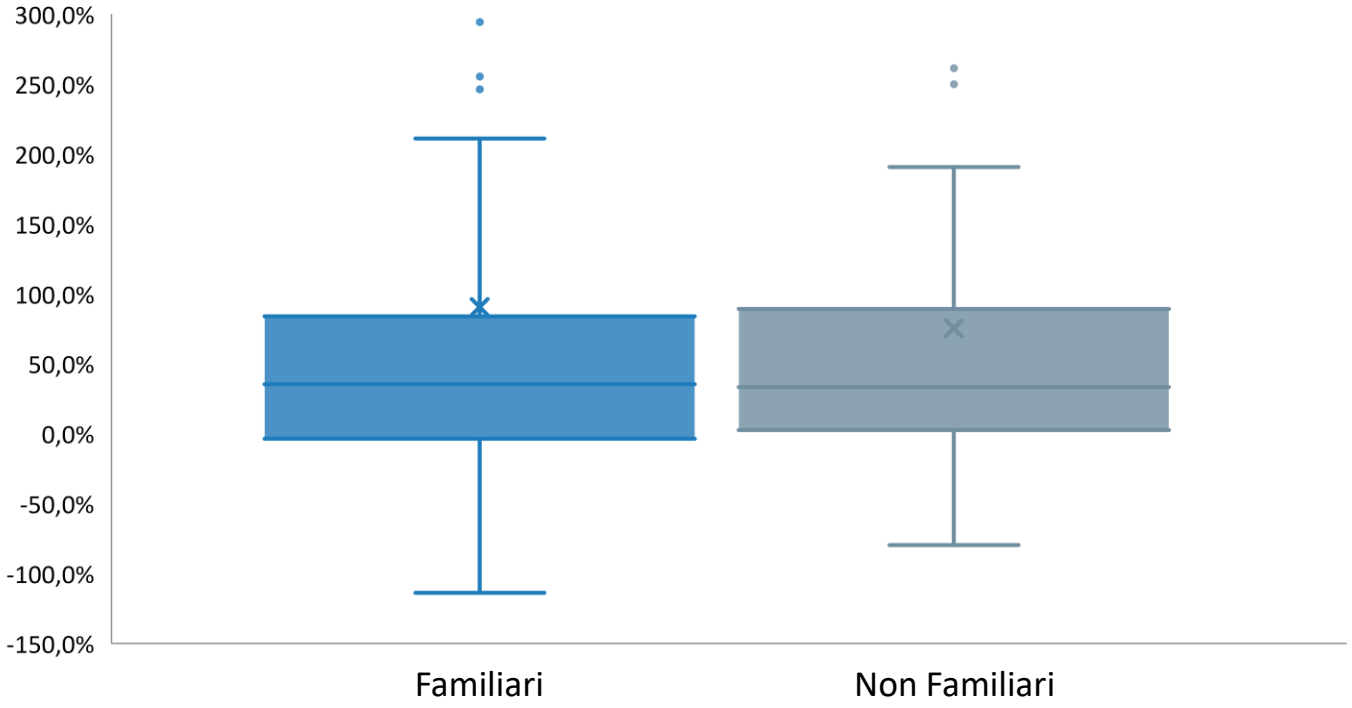
DISTRIBUZIONE DEL CAMPIONE




Si può osservare come circa l'80% delle **imprese del campione** analizzato risulta avere un rapporto PFN/PN inferiore a 0,5

# LEVA FINANZIARIA PRE-COVID E ASSETTO PROPRIETARIO

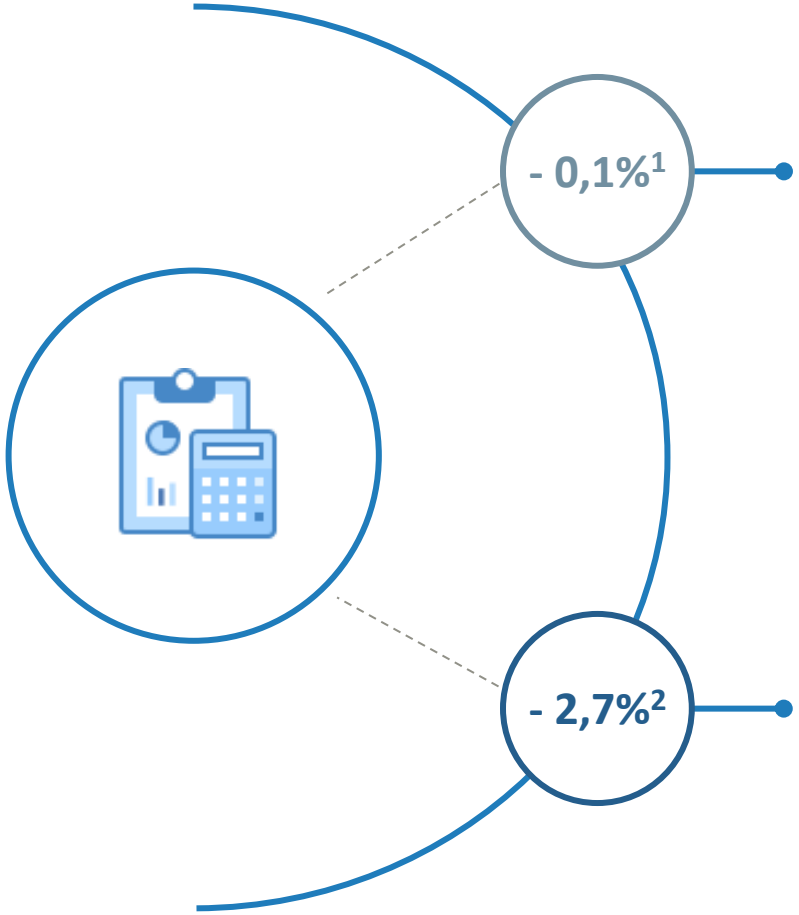
## DISTRIBUZIONE DEI LIVELLI DI LEVA FINANZIARIA




La **distribuzione** dell'indice PFN/PN nei due cluster ottenuti dal campione **non** evidenzia una **differenza significativa** tra i due assetti proprietari

D'altro canto, si nota che le **aziende familiari** con una **PFN negativa** sono più numerose (**27%** delle familiari vs **20%** delle non familiari)

# LEVA FINANZIARIA PRE-COVID E PERFORMANCE CONTABILE




**ROA**

L'indebitamento ha permesso, mediamente, di realizzare un ROA **negativo** nel 2020

**ROE**

Si osserva una correlazione **negativa** tra le aziende che hanno aumentato la leva finanziaria e la redditività del capitale proprio

[1] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore dell'1% (Tabella 10).
[2] Risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value risulta essere minore del 5% (Tabella 11).

# LEVA FINANZIARIA PRE-COVID: INTERPRETAZIONE DEI RISULTATI

**I risultati**

Una **leva finanziaria** più **elevata** nel 2019 è associata mediamente a livelli di **ROE negativi** nel 2020, mentre l'impatto sul **ROA** è meno significativo.
In particolare, le aziende **familiari** hanno registrato un ROE negativo (**-4,9%**[1]), mentre l'impatto sulle non familiari non risulta significativo

**L'impatto sul bilancio**

Come sottolineato in altri studi[2], durante le recessioni un alto **indebitamento** può aver un effetto molto **negativo** sul **ROE**. Tuttavia, si osserva nel campione analizzato un **impatto positivo** anche con la **crescita** dell'**EBITDA**[3]

[1] I valori riportati sono i risultati di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori. I cluster sono stati analizzati separatamente. I p-value sono, rispettivamente, minori dell'1% e del 10% (Tabella 13).
[2] *The impact of covid-19 on financial management: evidence from Romania*, Monica Violeta Achim et Al., 2021.
[3] Modello di regressione lineare in cui la variabile dipendente è la crescita dell'EBITDA meno la media di settore. Il p-value è minore dell'1% (Tabella 16).

# LE AZIENDE FAMILIARI E LO STOCK DI DEBITO

Considerando il cluster delle imprese caratterizzate da un **basso indebitamento**[1], si può notare una **sovraperformance giornaliera** media delle **familiari** rispetto alle **non familiari** durante le diverse ondate

| | |
|---|---|
| 1ª Ondata | **+ 0,27%**[2] |
| 2ª Ondata | **+ 0,20%**[2] |
| 3ª Ondata | **+ 0,19%**[3] |
| 4ª Ondata | **+ 0,32%**[2] |

Questi risultati possono essere legati alla **maggiore produttività** dei **dipendenti** (Sraer e Thesmar 2007) nelle **familiari** dato il maggior legame con gli *stakeholder* e minori problemi di agenzia

[1] Aziende il cui rapporto di indebitamento (debito totale/patrimonio netto) è minore della media del campione. I valori riportati sono i risultati di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori (Tabella 17).
[2] Il p-value risulta essere minore dell'1%.
[3] Il p-value risulta essere minore del 10%.

# Gli altri driver di performance

# LA RIDUZIONE DI OPERATIVITÀ

Come facilmente intuibile, le **aziende** che hanno registrato una **cessazione parziale** o **totale** delle proprie attività in una delle ondate sono state più **penalizzate** dal mercato **azionario**, ottenendo così un rendimento "anomalo" negativo lungo il periodo

**- 7,4%**[1]

**Sottoperformance media delle aziende chiuse parzialmente o totalmente**
**Feb 2020 – Mar 2021**

La discontinuità nella produzione ha impattato **negativamente** le **non familiari** (**-9,35%**[2]), mentre per le familiari nessun effetto rilevante

Le **aziende** ad **alta intensità** di **lavoro** sono quelle ad aver ottenuto il rendimento più negativo lungo tutto il periodo, raggiungendo il **-13,57%**[3]

[1] Il valore cumulato riportato è il risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value è minore del 5% (Tabella 15).
[2] Risultato di un modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori, analizzando separatamente il cluster delle non familiari.
Il p-value risulta minore del 10% (Tabella 5).
[3] Modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori applicato al cluster delle *high labor intensity*. Il p-value risulta minore dell'1% (Tabella 6).

# GLI ATTI DI LIBERALITÀ E ALTRE INZIATIVE FILANTROPICHE

Considerando le imprese che hanno effettuato **donazioni** (monetarie o di altro tipo), organizzato **iniziative filantropiche** e/o prestato **aiuti** alla **filiera**, emerge che queste sono state premiate dagli investitori, ottenendo così una **sovraperformance** nel periodo di analisi

**+ 7,4%**[1]

**Sovraperformance delle aziende che hanno fatto filantropia**

**Feb 2020 – Mar 2021**

Come emerso in vari studi[2], imprese che implementano attività di **CSR** hanno performato **positivamente** dato il maggior **legame** con gli ***stakeholder***

Le **familiari**, pur avendo messo in atto meno iniziative delle non, hanno comunque ottenuto un rendimento positivo (**+10,63%**[3])

[1] Il valore cumulato riportato è il risultato di un modello di regressione Difference-in-Difference (DiD) ad effetti fissi per settori. Il p-value è minore del 10% (Tabella 15).

[2] *Corporate Immunity to COVID-19 Pandemic*, Ding et Al., 2021

[3] Modello di regressione lineare ad effetti fissi per settori applicato al cluster delle familiari. Il p-value risulta minore del 10% (Tabella 5).

AIDAF
ITALIAN FAMILY BUSINESS

CORDUSIO

UniCredit

EY
Building a better working world

In collaborazione con:

FONDAZIONE ANGELINI

Borsa Italiana

CAMERA DI COMMERCIO MILANO MONZABRIANZA LODI

# GRAZIE PER L'ATTENZIONE!

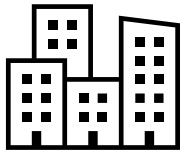
Bocconi

# Appendici

# TABELLA #1

**Raggruppamento settori:** le 289 aziende analizzate appartengono a 19 settori diversi (classificazione NACE). Questi sono stati raggruppati in 7 macro settori e ordinati per rilevanza. I diversi colori illustrano il rispettivo raggruppamento

**289 Aziende**



## Raggruppamento per settore dell'azienda

| Settore NACE | Totale | Familiari | Non familiari |
|---|---|---|---|
| Manifatturiero | 118 | 102 | 16 |
| Informazione e Comunicazione | 37 | 26 | 11 |
| Finanziario e Assicurativo | 29 | 16 | 13 |
| Attività professionali, scientifiche e tecniche | 20 | 15 | 5 |
| Commercio all'ingrosso e al dettaglio | 20 | 16 | 4 |
| Fornitura gas ed elettricità | 13 | 3 | 10 |
| Immobiliarie | 10 | 5 | 5 |
| Trasporto e magazzinaggio | 10 | 5 | 5 |
| Attività amministrative | 9 | 6 | 3 |
| Arte e Intrattenimento | 5 | 4 | 1 |
| Pubblica amministrazione e Difesa | 5 | 2 | 3 |
| Costruzioni | 4 | 4 | 0 |
| Estrazione | 2 | 0 | 2 |
| Sanitario | 2 | 1 | 1 |
| Alberghiero e Ristorazione | 1 | 1 | 0 |
| Fornitura d'acqua | 1 | 0 | 1 |
| Altri servizi | 1 | 0 | 1 |
| Agricoltura e Pesca | 1 | 0 | 1 |
| Educazione | 1 | 1 | 0 |

## Raggruppamento per macro settore

| Settore | Totale | Familiari | Non familiari |
|---|---|---|---|
| Manifatturiero | 125 | 106 | 19 |
| Servizi | 38 | 18 | 20 |
| TMT | 37 | 26 | 11 |
| Commercio | 30 | 21 | 9 |
| Financial | 29 | 16 | 13 |
| Tech | 20 | 15 | 5 |
| Immobiliare | 10 | 5 | 5 |

# TABELLA #2

| Variabile dipendente: Daily AR $_{\text{Feb 2020-Mar 2021}}$ | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -.15** | -.189*** | -.151** |
| | (.062) | (.064) | (.062) |
| Covid-19: Summer wave | -.097** | -.187*** | -.1** |
| | (.048) | (.054) | (.048) |
| Covid-19: Fall wave | .06 | -.032 | .056 |
| | (.06) | (.062) | (.06) |
| Covid-19: 2021 wave | -.067 | -.146** | -.069 |
| | (.066) | (.068) | (.066) |
| | | | |
| Familiare | -.072 | | -.062 |
| | (.052) | | (.052) |
| | | | |
| Covid-19: Spring wave x Familiare | .132* | .123* | .132* |
| | (.073) | (.075) | (.073) |
| Covid-19: Summer wave x Familiare | .093* | .07 | .092* |
| | (.054) | (.059) | (.054) |
| Covid-19: Fall wave x Familiare | .154** | .129* | .153** |
| | (.072) | (.074) | (.072) |
| Covid-19: 2021 wave x Familiare | .226*** | .186** | .223*** |
| | (.076) | (.077) | (.075) |
| | | | |
| Smartworking | .137*** | .372*** | .146*** |
| | (.035) | (.058) | (.035) |
| Filantropia | .023 | | .008 |
| | (.022) | | (.021) |
| Chiusure | -.026 | | -.028 |
| | (.021) | | (.022) |
| Cassa integrazione | -.074*** | | -.062*** |
| | (.021) | | (.021) |
| Cash-to-assets 2019 | .113 | | .096 |
| | (.09) | | (.093) |
| | | | |
| Costante | -.081 | -.257*** | -.073 |
| | (.089) | (.032) | (.091) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 82556 | 82556 | 82556 |
| R-quadro | .001 | .003 | .001 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #3

| Variabile dipendente: CARs $_{\text{Feb 2020-Mar 2021}}$ | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -11.463*** | -11.065*** | -11.597*** |
| | (1.765) | (1.686) | (1.767) |
| Covid-19: Summer wave | -8.789*** | -7.882*** | -9.096*** |
| | (3.302) | (2.926) | (3.278) |
| Covid-19: Fall wave | -12.905*** | -11.991*** | -13.213*** |
| | (4.034) | (3.684) | (4.028) |
| Covid-19: 2021 wave | -14.254*** | -11.582*** | -14.33*** |
| | (3.913) | (3.793) | (3.909) |
| | | | |
| Familiare | .986 | | 3.587 |
| | (2.351) | | (3.001) |
| | | | |
| Covid-19: Spring wave x Familiare | -1.124 | -1.028 | -1.157 |
| | (1.986) | (1.987) | (1.986) |
| Covid-19: Summer wave x Familiare | -2.822 | -2.589 | -2.9 |
| | (4.441) | (4.506) | (4.546) |
| Covid-19: Fall wave x Familiare | 1.533 | 1.71 | 1.425 |
| | (4.634) | (4.703) | (4.681) |
| Covid-19: 2021 wave x Familiare | 9.232* | 7.887 | 8.855* |
| | (4.872) | (5.039) | (4.886) |
| | | | |
| Smartworking | -4.608 | -6.921** | -3.825 |
| | (3.725) | (2.752) | (3.399) |
| Filantropia | 9.875* | | 7.126 |
| | (5.166) | | (4.577) |
| Chiusure | -9.933*** | | -7.873** |
| | (3.529) | | (3.377) |
| Cassa integrazione | -16.864*** | | -12.781*** |
| | (3.805) | | (3.669) |
| Cash-to-assets 2019 | 12.249 | | 16.451 |
| | (15.138) | | (15.542) |
| | | | |
| Costante | 16.62 | 2.527 | 12.741 |
| | (19.453) | (2.54) | (18.231) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 81166 | 81166 | 81166 |
| R-quadro | .093 | .65 | .161 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Dimensione del BoD», «Percentuale di consiglieri indipendenti nel BoD»

# TABELLA #4

| Variabile dipendente: Daily AR Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS Familiari | Pooled OLS Non-Familiari | Fixed Effects Familiari | Fixed Effects Non-Familiari | Industries FE Familiari | Industries FE Non-Familiari |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -.013 | -.168** | -.06 | -.203*** | -.017 | -.171** |
| | (.041) | (.065) | (.046) | (.068) | (.041) | (.066) |
| Covid-19: Summer wave | .005 | -.139** | -.104** | -.22*** | -.002 | -.146** |
| | (.036) | (.059) | (.05) | (.069) | (.036) | (.059) |
| Covid-19: Fall wave | .223*** | .017 | .111* | -.065 | .215*** | .01 |
| | (.047) | (.066) | (.058) | (.072) | (.047) | (.065) |
| Covid-19: 2021 wave | .169*** | -.109 | .054 | -.179** | .16*** | -.114 |
| | (.045) | (.074) | (.055) | (.077) | (.045) | (.073) |
| | | | | | | |
| Smartworking | .118*** | .247*** | .344*** | .456*** | .133*** | .265*** |
| | (.038) | (.08) | (.068) | (.112) | (.039) | (.08) |
| Filantropia | .046* | -.043 | | | .04 | -.077** |
| | (.026) | (.036) | | | (.026) | (.035) |
| Chiusure | -.014 | -.06* | | | -.013 | -.061 |
| | (.025) | (.034) | | | (.026) | (.041) |
| Cassa integrazione | -.082*** | -.067** | | | -.074*** | -.062* |
| | (.026) | (.027) | | | (.025) | (.033) |
| Cash-to-assets 2019 | .074 | .245* | | | -.002 | .418** |
| | (.107) | (.146) | | | (.101) | (.195) |
| | | | | | | |
| Costante | -.126 | -.159* | -.258*** | -.274*** | -.113 | -.223** |
| | (.119) | (.095) | (.035) | (.075) | (.122) | (.105) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 59809 | 22747 | 59809 | 22747 | 59809 | 22747 |
| R-quadro | .001 | .002 | .002 | .005 | .001 | .002 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #5

| Variabile dipendente: CARs Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS Familiari | Pooled OLS Non-Familiari | Fixed Effects Familiari | Fixed Effects Non-Familiari | Industries FE Familiari | Industries FE Non-Familiari |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -12.712*** | -12.067*** | -12.016*** | -11.257*** | -12.87*** | -11.866*** |
| | (1.495) | (1.854) | (1.294) | (1.79) | (1.44) | (2.022) |
| Covid-19: Summer wave | -11.898*** | -10.168*** | -10.292*** | -8.319*** | -12.262*** | -9.708** |
| | (3.034) | (3.399) | (3.105) | (2.869) | (3.829) | (3.702) |
| Covid-19: Fall wave | -11.668*** | -14.293*** | -10.099*** | -12.431*** | -12.068*** | -13.829*** |
| | (3.126) | (4.142) | (2.918) | (3.511) | (3.402) | (4.238) |
| Covid-19: 2021 wave | -5.319 | -15.428*** | -3.511 | -12.02*** | -5.727 | -14.61*** |
| | (3.617) | (4.658) | (3.342) | (3.735) | (3.89) | (4.509) |
| | | | | | | |
| Smartworking | -4.025 | -1.091 | -7.284** | -5.807 | -3.284 | -2.264 |
| | (4.722) | (6.247) | (3.266) | (5.037) | (4.127) | (7.096) |
| Filantropia | 11.615* | 9.458 | | | 10.627* | 7.394 |
| | (5.99) | (8.897) | | | (5.457) | (7.809) |
| Chiusure | -9.749** | -8.503 | | | -5.816 | -9.351* |
| | (4.517) | (6.075) | | | (4.075) | (5.469) |
| Cassa integrazione | -19.288*** | -10.307* | | | -15.744*** | -5.079 |
| | (4.81) | (5.292) | | | (4.54) | (4.782) |
| Cash-to-assets 2019 | 14.105 | -20.179 | | | 7.748 | -.531 |
| | (17.816) | (23.028) | | | (17.468) | (26.703) |
| | | | | | | |
| Costante | 15.303 | 47.674 | 1.913 | 3.866 | 16.266 | 32.188 |
| | (23.963) | (35.719) | (3.064) | (4.373) | (24.314) | (33.374) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 58715 | 22451 | 58715 | 22451 | 58715 | 22451 |
| R-quadro | .095 | .149 | .637 | .724 | .174 | .326 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Dimensione del BoD», «Percentuale di consiglieri indipendenti nel BoD»

# TABELLA #6

| Variabile dipendente: CARs Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS High Labor Int. | Pooled OLS Low Labor Int. | Fixed Effects High Labor Int. | Fixed Effects Low Labor Int. | Industries FE High Labor Int. | Industries FE Low Labor Int. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -13.693*** | -10.404*** | -12.241*** | -10.855*** | -14.384*** | -9.694*** |
| | (1.641) | (1.699) | (1.495) | (1.452) | (1.518) | (1.736) |
| Covid-19: Summer wave | -13.424*** | -7.694** | -10.29*** | -8.86*** | -14.916*** | -5.859 |
| | (3.281) | (3.705) | (3.293) | (2.77) | (4.221) | (3.903) |
| Covid-19: Fall wave | -13.69*** | -9.889** | -10.574*** | -11.077*** | -15.237*** | -8.022* |
| | (2.98) | (4.46) | (2.909) | (3.745) | (3.35) | (4.729) |
| Covid-19: 2021 wave | -7.928** | -8.161* | -4.492 | -8.225** | -9.412** | -6.083 |
| | (3.471) | (4.696) | (3.357) | (4.122) | (3.808) | (4.938) |
| | | | | | | |
| Familiare | 2.57 | -.797 | | | 4.918 | .636 |
| | (4.296) | (7.508) | | | (4.437) | (7.042) |
| | | | | | | |
| Smartworking | -3.903 | -3.102 | -10.708*** | -.63 | -.664 | -6.988 |
| | (5.097) | (5.145) | (3.819) | (4.037) | (3.89) | (5.419) |
| Filantropia | 6.498 | 13.68** | | | 3.046 | 5.577 |
| | (7.476) | (6.866) | | | (4.807) | (7.551) |
| Chiusure | -15.897*** | -4.391 | | | -13.573*** | -4.018 |
| | (4.459) | (5.722) | | | (3.706) | (5.255) |
| Cassa integrazione | -13.811** | -16.715*** | | | -5.549 | -11.39** |
| | (5.662) | (5.041) | | | (3.926) | (5.606) |
| Cash-to-assets 2019 | 23.531 | 19.724 | | | 25.881* | 44.328 |
| | (18.001) | (38.815) | | | (15.149) | (35.194) |
| | | | | | | |
| Costante | -11.113 | 53.981* | 3.202 | 1.546 | -30.738** | 52.737* |
| | (24.003) | (29.303) | (3.634) | (3.294) | (14.169) | (28.837) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 51020 | 30146 | 51020 | 30146 | 51020 | 30146 |
| R-quadro | .094 | .148 | .632 | .691 | .22 | .229 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Dimensione del BoD», «Percentuale di consiglieri indipendenti nel BoD»

# TABELLA #6.b

| Variabile dipendente: Daily AR Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS High Labor Int. | Pooled OLS Low Labor Int. | Fixed Effects High Labor Int. | Fixed Effects Low Labor Int. | Industries FE High Labor Int. | Industries FE Low Labor Int. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -.012 | -.127** | -.055 | -.175*** | -.015 | -.125** |
| | (.042) | (.062) | (.047) | (.065) | (.042) | (.062) |
| Covid-19: Summer wave | .02 | -.12** | -.075 | -.243*** | .012 | -.115** |
| | (.04) | (.05) | (.054) | (.062) | (.041) | (.05) |
| Covid-19: Fall wave | .212*** | .093 | .115* | -.032 | .205*** | .099 |
| | (.052) | (.061) | (.062) | (.068) | (.052) | (.06) |
| Covid-19: 2021 wave | .176*** | -.042 | .075 | -.158** | .167*** | -.036 |
| | (.045) | (.072) | (.057) | (.075) | (.046) | (.07) |
| | | | | | | |
| Familiare | .037 | .064* | | | .04 | .055 |
| | (.023) | (.036) | | | (.027) | (.033) |
| | | | | | | |
| Smartworking | .16*** | .126* | .371*** | .389*** | .176*** | .114 |
| | (.041) | (.068) | (.076) | (.09) | (.041) | (.07) |
| Filantropia | .019 | -.002 | | | .005 | -.049 |
| | (.027) | (.046) | | | (.025) | (.054) |
| Chiusure | -.06** | .005 | | | -.065** | .004 |
| | (.026) | (.037) | | | (.025) | (.036) |
| Cassa integrazione | -.04 | -.119*** | | | -.018 | -.097*** |
| | (.027) | (.032) | | | (.028) | (.035) |
| Cash-to-assets 2019 | .162 | .14 | | | .125 | .222 |
| | (.098) | (.238) | | | (.091) | (.247) |
| | | | | | | |
| Costante | -.349*** | .04 | -.317*** | -.168*** | -.343*** | .077 |
| | (.087) | (.136) | (.041) | (.05) | (.079) | (.153) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 50975 | 31581 | 50975 | 31581 | 50975 | 31581 |
| R-quadro | .001 | .001 | .002 | .005 | .001 | .002 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #7

| Variabile dipendente: CARs Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS High Export Exp. | Pooled OLS Low Export Exp. | Fixed Effects High Export Exp. | Fixed Effects Low Export Exp. | Industries FE High Export Exp. | Industries FE Low Export Exp. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -12.182*** | -12.157*** | -11.202*** | -12.258*** | -13.288*** | -12.443*** |
| | (2.792) | (1.332) | (2.102) | (1.19) | (2.15) | (1.404) |
| Covid-19: Summer wave | -17.034*** | -7.468*** | -14.683** | -7.695*** | -19.69*** | -8.11*** |
| | (4.661) | (2.45) | (6.043) | (2.083) | (7.234) | (2.608) |
| Covid-19: Fall wave | -15.629*** | -9.561*** | -13.243*** | -9.869*** | -18.323*** | -10.242*** |
| | (4.746) | (3.073) | (4.01) | (2.82) | (4.812) | (3.221) |
| Covid-19: 2021 wave | -9.493* | -6.23* | -6.228 | -6.017* | -11.351** | -6.946* |
| | (4.891) | (3.602) | (3.997) | (3.353) | (4.881) | (3.775) |
| | | | | | | |
| Familiare | 7.997 | 1.438 | | | 3.33 | 3.291 |
| | (7.918) | (4.549) | | | (7.773) | (4.762) |
| | | | | | | |
| Smartworking | -6.171 | -4.619 | -10.689** | -4.101 | -1.069 | -3.152 |
| | (10.207) | (3.998) | (5.016) | (3.124) | (5.028) | (4.244) |
| Filantropia | 20.04 | 6.812 | | | 12.6 | 3.019 |
| | (13.216) | (4.47) | | | (8.08) | (4.371) |
| Chiusure | -5.084 | -9.603** | | | .371 | -9.511** |
| | (6.854) | (4.085) | | | (6.655) | (4.426) |
| Cassa integrazione | -20.469*** | -15.015*** | | | -15.056*** | -10.373*** |
| | (7.672) | (3.724) | | | (5.473) | (3.79) |
| Cash-to-assets 2019 | 61.238 | 7.118 | | | 50.428 | 14.367 |
| | (54.173) | (17.833) | | | (41.774) | (18.242) |
| | | | | | | |
| Costante | -1.427 | 6.452 | 1.261 | 2.497 | -11.72 | 3.029 |
| | (31.008) | (20.754) | (5.533) | (2.465) | (23.344) | (20.054) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 26254 | 54912 | 26254 | 54912 | 26254 | 54912 |
| R-quadro | .106 | .105 | .622 | .675 | .237 | .18 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Dimensione del BoD», «Percentuale di consiglieri indipendenti nel BoD»

# TABELLA #7.b

| Variabile dipendente: Daily AR Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS High Export Exp. | Pooled OLS Low Export Exp. | Fixed Effects High Export Exp. | Fixed Effects Low Export Exp. | Industries FE High Export Exp. | Industries FE Low Export Exp. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | .091 | -.126*** | .05 | -.174*** | .086 | -.128*** |
| | (.06) | (.043) | (.064) | (.047) | (.061) | (.043) |
| Covid-19: Summer wave | .034 | -.062 | -.062 | -.174*** | .022 | -.067* |
| | (.053) | (.038) | (.068) | (.051) | (.056) | (.038) |
| Covid-19: Fall wave | .318*** | .097* | .221*** | -.018 | .306*** | .092* |
| | (.059) | (.051) | (.072) | (.059) | (.06) | (.05) |
| Covid-19: 2021 wave | .239*** | .026 | .148** | -.09 | .231*** | .019 |
| | (.061) | (.05) | (.073) | (.057) | (.061) | (.049) |
| | | | | | | |
| Familiare | .063* | .043* | | | .035 | .056** |
| | (.035) | (.026) | | | (.033) | (.028) |
| | | | | | | |
| Smartworking | .151*** | .131*** | .344*** | .388*** | .176*** | .142*** |
| | (.05) | (.049) | (.082) | (.078) | (.05) | (.049) |
| Filantropia | .034 | .017 | | | .013 | -.007 |
| | (.04) | (.027) | | | (.036) | (.027) |
| Chiusure | .005 | -.029 | | | .015 | -.032 |
| | (.035) | (.028) | | | (.036) | (.031) |
| Cassa integrazione | -.077** | -.074*** | | | -.056** | -.055** |
| | (.03) | (.025) | | | (.026) | (.027) |
| Cash-to-assets 2019 | .226 | .088 | | | .165 | .093 |
| | (.152) | (.111) | | | (.14) | (.119) |
| | | | | | | |
| Costante | -.286** | -.135 | -.345*** | -.216*** | -.264** | -.156 |
| | (.11) | (.098) | (.05) | (.041) | (.114) | (.104) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 27393 | 55163 | 27393 | 55163 | 27393 | 55163 |
| R-quadro | .001 | .001 | .001 | .005 | .001 | .001 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #8

| Variabile dipendente: CARs Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS High Debt | Pooled OLS Low Debt | Fixed Effects High Debt | Fixed Effects Low Debt | Industries FE High Debt | Industries FE Low Debt |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -13.858*** | -11.075*** | -12.977*** | -11.007*** | -13.439*** | -11.728*** |
| | (1.572) | (1.655) | (1.55) | (1.402) | (1.6) | (1.626) |
| Covid-19: Summer wave | -13.071*** | -9.05** | -11.098*** | -8.893*** | -12.134*** | -10.553** |
| | (2.684) | (3.48) | (2.571) | (3.315) | (2.754) | (4.203) |
| Covid-19: Fall wave | -17.444*** | -8.555*** | -15.442*** | -8.464*** | -16.493*** | -10.109*** |
| | (4.001) | (3.286) | (3.801) | (2.791) | (4.031) | (3.53) |
| Covid-19: 2021 wave | -11.739** | -5.063 | -10.092** | -3.854 | -10.91** | -6.373 |
| | (4.605) | (3.608) | (4.331) | (3.169) | (4.63) | (3.926) |
| | | | | | | |
| Familiare | 8.444** | -4.286 | | | 11.201** | -2.215 |
| | (4.168) | (6.073) | | | (5.377) | (5.086) |
| | | | | | | |
| Smartworking | .016 | -8.007 | -4.522 | -8.334** | -2.14 | -4.88 |
| | (4.424) | (5.183) | (3.956) | (3.592) | (4.457) | (4.625) |
| Filantropia | 10.098** | 12.075* | | | 7.827 | 7.639 |
| | (4.722) | (6.823) | | | (5.296) | (5.878) |
| Chiusure | -6.924 | -11.41** | | | -3.158 | -8.065* |
| | (4.46) | (4.782) | | | (4.431) | (4.157) |
| Cassa integrazione | -25.361*** | -13.194*** | | | -24.749*** | -11.758** |
| | (4.581) | (4.887) | | | (4.22) | (5.362) |
| Cash-to-assets 2019 | -3.663 | 25.703 | | | 2.945 | 17.711 |
| | (22.614) | (18.536) | | | (20.121) | (18.016) |
| | | | | | | |
| Costante | 49.296* | 1.189 | 2.69 | 2.469 | 49.415** | -11.461 |
| | (24.891) | (23.455) | (3.023) | (3.514) | (19.937) | (25.513) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 30102 | 53091 | 30102 | 53091 | 30102 | 53091 |
| R-quadro | .225 | .082 | .631 | .655 | .325 | .185 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Dimensione del BoD», «Percentuale di consiglieri indipendenti nel BoD»

# TABELLA #8.b

| Variabile dipendente: Daily AR Feb 2020-Mar 2021 | Pooled OLS High Debt | Pooled OLS Low Debt | Fixed Effects High Debt | Fixed Effects Low Debt | Industries FE High Debt | Industries FE Low Debt |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -.112* | -.022 | -.158** | -.067 | -.114* | -.027 |
| | (.066) | (.044) | (.069) | (.048) | (.066) | (.044) |
| Covid-19: Summer wave | -.089* | -.002 | -.193*** | -.106** | -.093* | -.012 |
| | (.05) | (.039) | (.061) | (.053) | (.051) | (.04) |
| Covid-19: Fall wave | .12* | .193*** | .013 | .086 | .115 | .182*** |
| | (.071) | (.047) | (.076) | (.058) | (.072) | (.047) |
| Covid-19: 2021 wave | .076 | .101** | -.034 | -.003 | .07 | .09** |
| | (.074) | (.044) | (.081) | (.053) | (.075) | (.043) |
| | | | | | | |
| Familiare | .056** | .029 | | | .066** | .037 |
| | (.022) | (.029) | | | (.027) | (.029) |
| | | | | | | |
| Smartworking | .127** | .138*** | .372*** | .358*** | .138** | .161*** |
| | (.06) | (.046) | (.084) | (.078) | (.062) | (.046) |
| Filantropia | -.008 | .045 | | | -.043 | .023 |
| | (.034) | (.028) | | | (.037) | (.027) |
| Chiusure | -.013 | -.034 | | | .005 | -.032 |
| | (.029) | (.028) | | | (.031) | (.027) |
| Cassa integrazione | -.112*** | -.062** | | | -.113*** | -.058** |
| | (.033) | (.025) | | | (.032) | (.028) |
| Cash-to-assets 2019 | .112 | .151 | | | .138 | .099 |
| | (.14) | (.109) | | | (.136) | (.102) |
| | | | | | | |
| Costante | .036 | -.295*** | -.226*** | -.267*** | .01 | -.353*** |
| | (.142) | (.095) | (.06) | (.042) | (.138) | (.103) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 31241 | 53342 | 31241 | 53342 | 31241 | 53342 |
| R-quadro | .001 | .001 | .004 | .002 | .002 | .001 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #9

| Variabile dipendente: Value added per employee | **Pooled OLS** | **Fixed Effects** | **Industries Fixed Effects** |
|---|---|---|---|
| Covid-19 (2020) | -.002 | .012 | -.001 |
| | (.152) | (.151) | (.155) |
| | | | |
| Familiare | -.162 | | -.09 |
| | (.184) | | (.175) |
| | | | |
| Covid-19 (2020) x Familiare | -.151 | -.163 | -.159 |
| | (.164) | (.162) | (.166) |
| | | | |
| Smartworking | -.166 | | -.141 |
| | (.193) | | (.202) |
| Filantropia | .21* | | .224* |
| | (.125) | | (.123) |
| Chiusure | -.214* | | -.258** |
| | (.12) | | (.116) |
| Cassa integrazione | -.304*** | | -.285** |
| | (.109) | | (.116) |
| Cash-to-assets 2019 | -.328 | | -.254 |
| | (.484) | | (.464) |
| | | | |
| Costante | 12.23*** | 11.576*** | 11.993*** |
| | (.427) | (.029) | (.457) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 501 | 482 | 501 |
| R-quadro | .122 | .804 | .211 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #10

| Variabile dipendente: ROI | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19 (2020) | -39.405** | -39.235** | -39.235** |
| | (16.415) | (16.213) | (16.491) |
| | | | |
| Familiare | .986 | | 1.495 |
| | (4.316) | | (10.876) |
| | | | |
| Covid-19 (2020) x Familiare | 5.486 | 5.003 | 5.892 |
| | (20.156) | (19.979) | (20.279) |
| | | | |
| Smartworking | 5.066 | | -1.612 |
| | (18.303) | | (5.084) |
| Filantropia | 11.513 | | 5.648 |
| | (11.179) | | (5.759) |
| Chiusure | .061 | | -.462 |
| | (11.053) | | (4.411) |
| Cassa integrazione | .585 | | -.217 |
| | (12.288) | | (4.353) |
| Cash-to-assets 2019 | -12.722 | | 26.426*** |
| | (33.336) | | (9.617) |
| Tot. Attivo | -1.288 | | -.797 |
| | (1.994) | | (1.542) |
| PFN/PN 2019 | -.287 | | -.254 |
| | (.401) | | (.157) |
| | | | |
| Costante | 14.837 | .908 | 2.485 |
| | (29.892) | (4.787) | (20.598) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 529 | 522 | 529 |
| R-quadro | .033 | .521 | .432 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #11

| Variabile dipendente: ROE | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19 (2020) | 8.365*** | 7.671*** | 8.255*** |
| | (2.743) | (2.752) | (2.802) |
| | | | |
| Smartworking | 2.98 | | 2.289 |
| | (4.029) | | (4.249) |
| | | | |
| Covid-19 (2020) x Smartworking | -7.79*** | -7.17** | -7.669** |
| | (2.993) | (2.97) | (3.052) |
| | | | |
| Familiare | -.185 | | .832 |
| | (2.237) | | (2.732) |
| Filantropia | 3.936* | | 4.565* |
| | (2.277) | | (2.476) |
| Chiusure | -.741 | | -1.439 |
| | (1.942) | | (2.242) |
| Cassa integrazione | -3.192* | | -3.501** |
| | (1.781) | | (1.76) |
| Cash-to-assets 2019 | 17.401* | | 19.805* |
| | (10.391) | | (10.567) |
| Tot. Attivo | .746** | | .788** |
| | (.349) | | (.362) |
| PFN/PN 2019 | -2.41* | | -2.652** |
| | (1.234) | | (1.221) |
| | | | |
| Costante | -18.667** | -1.116** | -20.767** |
| | (8.095) | (.523) | (8.087) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 498 | 492 | 498 |
| R-quadro | .085 | .796 | .113 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #12

| Variabile dipendente: ROA | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19 (2020) | 2.428** | 1.405 | 2.44** |
| | (1.191) | (.952) | (1.217) |
| | | | |
| Smartworking | -.527 | | -.478 |
| | (1.765) | | (1.849) |
| | | | |
| Covid-19 (2020) x Smartworking | -2.533* | -1.601 | -2.555* |
| | (1.299) | (1.075) | (1.323) |
| | | | |
| Familiare | -.683 | | -.584 |
| | (1.106) | | (1.405) |
| Filantropia | .695 | | .596 |
| | (1.183) | | (1.317) |
| Chiusure | -1.826 | | -1.802 |
| | (1.184) | | (1.292) |
| Cassa integrazione | -.648 | | -.571 |
| | (1.131) | | (1.136) |
| Cash-to-assets 2019 | 11.946** | | 12.347** |
| | (5.509) | | (5.867) |
| Tot. Attivo | .39** | | .412** |
| | (.154) | | (.173) |
| PFN/PN 2019 | -.122*** | | -.135*** |
| | (.038) | | (.045) |
| | | | |
| Costante | -7.567** | .584** | -8.165** |
| | (3.675) | (.231) | (4.137) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 528 | 520 | 528 |
| R-quadro | .063 | .847 | .071 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #13

| Variabile dipendente: ROE | Pooled OLS Familiari | Pooled OLS Non-Familiari | Fixed Effects Familiari | Fixed Effects Non-Familiari | Industries FE Familiari | Industries FE Non-Familiari |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19 (2020) | 1.456 | .979 | 1.261 | .725 | 1.436 | .793 |
| | (1.326) | (1.827) | (1.303) | (1.721) | (1.352) | (1.914) |
| | | | | | | |
| Smartworking | -3.692 | 10.844 | | | -3.252 | 5.326 |
| | (3.972) | (8.514) | | | (4.126) | (11.156) |
| Filantropia | 4.382* | -3.666 | | | 5.03* | .506 |
| | (2.629) | (3.901) | | | (2.718) | (4.886) |
| Chiusure | -2.47 | -.418 | | | -3.917 | 1.327 |
| | (2.345) | (4.753) | | | (2.717) | (4.859) |
| Cassa integrazione | -1.321 | -6.55** | | | -2.383 | -7.94** |
| | (2.079) | (3.266) | | | (2.102) | (3.787) |
| Cash-to-assets 2019 | 22.601* | -31.667* | | | 19.562 | -40.61** |
| | (11.804) | (18.249) | | | (12.077) | (20.067) |
| Tot. Attivo | .768* | .071 | | | .68 | .277 |
| | (.445) | (.51) | | | (.477) | (.512) |
| PFN/PN 2019 | -4.616*** | 2.087 | | | -4.965*** | 1.452 |
| | (1.526) | (1.422) | | | (1.614) | (1.369) |
| | | | | | | |
| Costante | -12.5 | -10.041 | -1.354** | -.492 | -9.951 | -11.027 |
| | (10.77) | (11.844) | (.651) | (.861) | (10.726) | (12.684) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 361 | 137 | 356 | 136 | 361 | 137 |
| R-quadro | .132 | .155 | .782 | .829 | .164 | .279 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #14

| Variabile dipendente: Daily AR $_{\text{Feb 2020-Mar 2021}}$ | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -.341*** | -.369*** | -.343*** |
| | (.068) | (.071) | (.068) |
| Covid-19: Summer wave | .051 | -.135** | .045 |
| | (.038) | (.062) | (.039) |
| Covid-19: Fall wave | .267*** | .063 | .259*** |
| | (.101) | (.124) | (.099) |
| Covid-19: 2021 wave | .281*** | .077 | .273*** |
| | (.088) | (.106) | (.09) |
| | | | |
| Smartworking | .032 | .127** | .036 |
| | (.049) | (.052) | (.049) |
| | | | |
| Covid-19: Spring wave x Smartworking | .488*** | .502*** | .489*** |
| | (.092) | (.094) | (.092) |
| Covid-19: Summer wave x Smartworking | -.037 | .123* | -.031 |
| | (.055) | (.072) | (.056) |
| Covid-19: Fall wave x Smartworking | -.052 | .125 | -.045 |
| | (.113) | (.134) | (.111) |
| Covid-19: 2021 wave x Smartworking | -.15 | .029 | -.144 |
| | (.099) | (.114) | (.1) |
| | | | |
| Familiare | .043** | | .051** |
| | (.02) | | (.021) |
| Filantropia | .033 | | .019 |
| | (.021) | | (.02) |
| Chiusure | -.023 | | -.024 |
| | (.02) | | (.021) |
| Cassa integrazione | -.071*** | | -.059*** |
| | (.02) | | (.021) |
| Cash-to-assets 2019 | .138 | | .123 |
| | (.089) | | (.093) |
| | | | |
| Costante | -.125 | -.151*** | -.112 |
| | (.086) | (.031) | (.087) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 82556 | 82556 | 82556 |
| R-quadro | .001 | .003 | .001 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #15

| Variabile dipendente: CARs $_{\text{Feb 2020-Mar 2021}}$ | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | -15.796*** | -15.612*** | -16.289*** |
| | (1.291) | (1.635) | (1.381) |
| Covid-19: Summer wave | -10.401** | -12.226*** | -12.307*** |
| | (4.416) | (3.134) | (4.503) |
| Covid-19: Fall wave | -9.577 | -12.095** | -11.912* |
| | (6.227) | (5.574) | (6.442) |
| Covid-19: 2021 wave | -1.975 | -4.442 | -4.38 |
| | (9.231) | (8.762) | (9.495) |
| | | | |
| Smartworking | -5.278** | -10.854** | -6.009** |
| | (2.392) | (4.25) | (2.485) |
| | | | |
| Covid-19: Spring wave x Smartworking | 6.093*** | 7.568** | 7.097*** |
| | (1.841) | (3.338) | (2.012) |
| Covid-19: Summer wave x Smartworking | .097 | 5.001 | 2.594 |
| | (5.485) | (3.73) | (5.469) |
| Covid-19: Fall wave x Smartworking | -1.715 | 3.903 | 1.223 |
| | (6.906) | (6.233) | (7.109) |
| Covid-19: 2021 wave x Smartworking | -5.658 | .691 | -2.603 |
| | (9.787) | (9.262) | (9.978) |
| | | | |
| Familiare | 1.226 | | 3.316 |
| | (3.405) | | (3.535) |
| Filantropia | 10.151** | | 7.438* |
| | (4.353) | | (4.212) |
| Chiusure | -9.388** | | -7.44** |
| | (3.652) | | (3.376) |
| Cassa integrazione | -16.962*** | | -12.994*** |
| | (3.894) | | (3.717) |
| Cash-to-assets 2019 | 15.681 | | 19.797 |
| | (15.42) | | (15.931) |
| | | | |
| Costante | 16.094 | 4.231 | 14.972 |
| | (13.783) | (3.142) | (14.441) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 82601 | 82601 | 82601 |
| R-quadro | .092 | .65 | .16 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «E-commerce», «Tot. Attivo», «PFN/PN 2019», «Dimensione del BoD», «Percentuale di consiglieri indipendenti nel BoD»

# TABELLA #16

| Variabile dipendente: EBITDA growth | Pooled OLS | Fixed Effects | Industries Fixed Effects |
|---|---|---|---|
| Covid-19 (2020) | -.218 | -.218 | -.218 |
| | (.194) | (.191) | (.197) |
| | | | |
| Familiare | -.024 | | .115 |
| | (.305) | | (.35) |
| | | | |
| Covid-19 (2020) x Familiare | .072 | .073 | .072 |
| | (.519) | (.518) | (.529) |
| | | | |
| Smartworking | .151 | | -.004 |
| | (.526) | | (.404) |
| Filantropia | -.342 | | -.268 |
| | (.385) | | (.336) |
| Chiusure | .117 | | .044 |
| | (.366) | | (.364) |
| Cassa integrazione | -.176 | | -.275 |
| | (.434) | | (.487) |
| PFN/PN 2019 | .06*** | | .061*** |
| | (.017) | | (.014) |
| | | | |
| Costante | .483 | .317* | .457 |
| | (1.412) | (.176) | (1.437) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 540 | 536 | 540 |
| R-quadro | .034 | .47 | .072 |
| Firm Effects | No | Sì | No |
| Industry Effects | No | No | Sì |
| Day Effects | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «Cash-to-assets 2019», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»

# TABELLA #17

| Variabile dipendente: Daily AR $_{\text{Feb 2020-Mar 2021}}$ | Pooled OLS High Debt | Pooled OLS Low Debt | Fixed Effects High Debt | Fixed Effects Low Debt | Industries FE High Debt | Industries FE Low Debt |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Covid-19: Spring wave | .055 | -.219*** | .03 | -.263*** | .054 | -.224*** |
| | (.111) | (.083) | (.113) | (.084) | (.111) | (.083) |
| Covid-19: Summer wave | .01 | -.148** | -.06 | -.244*** | .007 | -.158** |
| | (.065) | (.063) | (.077) | (.07) | (.065) | (.062) |
| Covid-19: Fall wave | .09 | .058 | .018 | -.039 | .087 | .048 |
| | (.077) | (.083) | (.083) | (.086) | (.077) | (.082) |
| Covid-19: 2021 wave | .08 | -.136 | .009 | -.214** | .077 | -.141 |
| | (.088) | (.088) | (.097) | (.089) | (.088) | (.086) |
| | | | | | | |
| Familiare | .144* | -.179** | | | .156* | -.169** |
| | (.081) | (.07) | | | (.083) | (.068) |
| Covid-19: Spring wave x Familiare | -.228* | .273*** | -.256* | .272*** | -.229* | .273*** |
| | (.136) | (.093) | (.14) | (.094) | (.136) | (.093) |
| Covid-19: Summer wave x Familiare | -.135 | .203*** | -.183* | .193** | -.137 | .202*** |
| | (.082) | (.07) | (.095) | (.074) | (.083) | (.07) |
| Covid-19: Fall wave x Familiare | .041 | .187** | -.01 | .174* | .038 | .186* |
| | (.112) | (.095) | (.118) | (.096) | (.112) | (.095) |
| Covid-19: 2021 wave x Familiare | -.005 | .329*** | -.06 | .294*** | -.009 | .321*** |
| | (.121) | (.095) | (.13) | (.094) | (.121) | (.093) |
| | | | | | | |
| Smartworking | .127** | .137*** | .376*** | .356*** | .138** | .159*** |
| | (.061) | (.046) | (.086) | (.079) | (.063) | (.046) |
| Chiusure | -.013 | -.034 | | | .005 | -.033 |
| | (.029) | (.028) | | | (.031) | (.027) |
| Cassa integrazione | -.112*** | -.062** | | | -.113*** | -.058** |
| | (.033) | (.025) | | | (.032) | (.028) |
| Cash-to-assets 2019 | .112 | .15 | | | .139 | .098 |
| | (.14) | (.108) | | | (.136) | (.102) |
| | | | | | | |
| Costante | -.029 | -.143 | -.228*** | -.266*** | -.057 | -.203* |
| | (.149) | (.102) | (.059) | (.042) | (.146) | (.106) |
| Altri controlli[1] | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì | Sì |
| Osservazioni | 31241 | 53342 | 31241 | 53342 | 31241 | 53342 |
| R-quadro | .002 | .001 | .004 | .002 | .002 | .001 |
| Firm Effects | No | No | Sì | Sì | No | No |
| Industry Effects | No | No | No | No | Sì | Sì |
| Day Effects | No | No | No | No | No | No |

Gli standard errors sono riportati nelle parentesi

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

[1] «Riconversione BU per COVID», «E-commerce», «Tot. Attivo», «Flessibilità/Sicurezza/Aiuti ai dipendenti», «Progetti di innovazione»