

LA PROSSIMITÀ A CLUSTER INDUSTRIALI E L'ACCURATEZZA DELLE PREVISIONI DEGLI ANALISTI FINANZIARI

ELISA CAVEZZALI*, UGO RIGONI**

Sintesi

Questo studio analizza secondo una nuova prospettiva il problema dell'accuratezza delle previsioni emesse dagli analisti finanziari. L'ipotesi testata è che la prossimità fisica degli analisti a centri di specializzazione industriale costituisca un vantaggio informativo per gli stessi, migliorando l'accuratezza delle loro previsioni.

In letteratura tale ambito di ricerca è nuovo e il lavoro si configura come una prima indagine esplorativa del tema.

Selezionando quattro diversi settori (Farmaceutico, Bancario, Oil&Gas, Retail) e sei paesi europei (Francia, Germania, Italia, Svezia, Svizzera e Regno Unito), sono stati raccolti dati sia macroeconomici, per individuare i diversi centri di eccellenza, sia relativi agli analisti finanziari, alle loro previsioni e alla loro collocazione geografica.

I risultati ottenuti sono in linea con le aspettative e mostrano che la collocazione geografica degli analisti finanziari rispetto ai centri di specializzazione industriale influenza l'accuratezza delle loro previsioni. I risultati suggeriscono inoltre che il grado con cui gli analisti usufruiscono di questo vantaggio informativo dipende, quantomeno in parte, dal livello di specializzazione degli stessi. Complessivamente, dunque, le evidenze empiriche confermano il beneficio di far parte di un network, sia esso formale o informale, dove le informazioni, la condivisione delle conoscenze e delle competenze maturate possono facilmente circolare.

Proximity to industrial clusters and accuracy of financial analyst forecasts - Abstract This study examines the financial analyst forecast

* Università Ca' Foscari, Dipartimento di Management: Fondamenta San Giobbe 873 Cannaregio – 30121, Venezia; tel: +39 041 2348770; email: elisa.cavezzali@unive.it – Cass Business School, City University London

** Università Ca' Foscari, Dipartimento di Management: Fondamenta San Giobbe 873 Cannaregio – 30121, Venezia; tel: +39 041 2348770; email: rigons@unive.it

accuracy according to a new perspective. The tested hypothesis is that the physical proximity of analysts to industrial centres of specialization is an information advantage, improving the accuracy of their forecasts. This research field is new in the literature and this work is an exploratory investigation of the issue. By selecting four different sectors (Pharmaceutical, Banking, Oil & Gas, Retail) and six European countries (France, Germany, Italy, Sweden, Switzerland and United Kingdom), we collected both macrodata, to identify the various centres of excellence, and financial analyst data. The results are in line with expectations and show that the geographical location of financial analysts with respect to the centres of industrial specialization affects the accuracy.

The results also suggest that the degree to which analysts incorporate this information advantage depends, at least in part, by their level of specialization. Overall, therefore, the empirical evidence confirms the benefit of being part of a network, whether formal or informal, where the information, knowledge sharing and skills can flow easily.

JEL Classification: G15; G24

Parole chiave: accuratezza degli analisti finanziari; cluster industriali; collocazione geografica

Keywords: financial analyst accuracy; industrial clusters; geographical location.

Sommario:

1. Introduzione. 2. Analisi della letteratura. 3. Analisi empirica. 3.1. Ipotesi testate. 3.2. Dataset. 3.3. Metodologia. 4. Risultati. 4.1. Alcune statistiche descrittive. 4.2. Risultati empirici. 5. Conclusioni. Bibliografia

1. Introduzione

Gli studi più recenti sull'attività svolta dagli analisti finanziari hanno evidenziato differenze sistematiche nella accuratezza delle previsioni emesse, dimostrando che la distanza geografica degli analisti rispetto alle società valutate influenza l'accuratezza (si vedano ad esempio Malloy (2005) e Bae *et al.* (2008)). Questi risultati sono spiegati sostenendo che gli analisti geograficamente più vicini alle società analizzate emettono previsioni più accurate perchè godono di un vantaggio informativo rispetto ad analisti più lontani.

Gli analisti sono intermediari informativi che si frappongono tra i manager delle imprese che seguono e i mercati finanziari. Utilizzando un set eterogeneo di varie informazioni relative alla società seguita, al settore analizzato e al sistema economico, tali professionisti giungono alla stima del valore della società e all'emissione di una raccomandazione di investimento. Il vantaggio informativo potrebbe dunque derivare da un diverso bagaglio informativo posseduto dagli analisti più prossimi alle società analizzate rispetto ad analisti più lontani, ma anche da una migliore abilità e/o da competenze superiori nell'elaborare lo stesso bagaglio informativo. Gli analisti più vicini godono del privilegio di poter avere un contatto diretto con il management, potendo abbattere i costi di raccolta delle informazioni. In un contesto internazionale, inoltre, gli analisti più vicini sono favoriti anche da fattori legati alla vicinanza linguistica, oltrechè culturale e di costume. Sebbene i risultati raggiunti siano nuovi ed interessanti, la definizione di prossimità offerta dalla letteratura sul tema appare riduttiva e poco convincente.

Il presente lavoro offre, pertanto, una nuova prospettiva e, basandosi su una nuova e diversa definizione di prossimità, ne studia gli effetti sull'accuratezza delle previsioni emesse dagli analisti finanziari. Questo lavoro, infatti, abbandona il concetto di vicinanza dell'analista rispetto alla società analizzata e lo sostituisce con la nozione di prossimità dell'analista a centri di specializzazione industriale. Il concetto di prossimità adottato dalla presente ricerca mutua pertanto concetti dell'Economia Internazionale ed Industriale. I cluster, o distretti, industriali costituiscono

infatti un importante *spill-over* di conoscenze, creano network, formali od informali, tra le imprese, le istituzioni di alta formazione e di ricerca¹. In tali centri di eccellenza, le informazioni possono quindi circolare e propagarsi più facilmente.

L'ipotesi che testiamo è dunque che la prossimità fisica degli analisti a tali centri costituisca un vantaggio informativo per gli stessi, migliorando l'accuratezza delle loro previsioni.

In letteratura questo ambito di ricerca è nuovo. Ad oggi, non si conoscono studi al riguardo e questo lavoro si configura come una prima indagine esplorativa del tema.

Sono stati selezionati quattro diversi settori (Farmaceutico, Bancario, Oil&Gas, Retail) e sei paesi europei (Francia, Germania, Italia, Svezia, Svizzera e Regno Unito), per i quali si sono raccolti dati sia macroeconomici, per individuare i diversi centri di eccellenza, sia relativi agli analisti finanziari, alle loro previsioni e alla loro collocazione geografica.

Un primo livello di analisi ha richiesto l'identificazione geografica dei centri di eccellenza dei quattro settori considerati tra i paesi selezionati. Successivamente, è stata invece testata empiricamente la rilevanza che la prossimità degli analisti a tali centri di eccellenza può avere sull'accuratezza delle loro stime. I risultati ottenuti sono in linea con le aspettative. Gli analisti geograficamente più vicini ai centri tendono ad essere più accurati nelle loro previsioni sugli utili societari. Per verificare la robustezza dei risultati ottenuti dalla precedente letteratura sul tema, si è anche testato l'effetto congiunto della contemporanea vicinanza dell'analista, sia alla società valutata, sia al centro di eccellenza del settore considerato. Sebbene i risultati confermino la rilevanza della prossimità ai centri, l'effetto complessivo sull'accuratezza delle stime è negativo. Questo risultato è coerente con un'ipotesi di conflitto di interessi prodotto dalla prossimità fisica e relazionale con la società valutata, che impedisce all'analista di essere obiettivo e lo porta a distorcere le proprie stime, a scapito della loro accuratezza. Infine, si è analizzato se a diversi livelli di specializzazione dell'analista rispetto ai diversi settori, alle società o ai paesi considerati, corrispondano anche diversi livelli di vantaggio informativo. I risultati mostrano una debole conferma di questa ipotesi.

Complessivamente, dunque, le evidenze empiriche confermano il beneficio di far parte di un *network*, sia esso formale o informale, dove le informazioni, la condivisione delle conoscenze e delle competenze maturate possono facilmente circolare. Questi risultati, ben noti in altri campi di

¹ In questo articolo i termini cluster industriali e distretti industriali sono usati come sinonimi.

ricerca, non erano mai stati applicati al contesto degli analisti finanziari. Identificare i *driver* che influenzano l'accuratezza delle previsioni è importante per almeno tre motivi. Innanzitutto, per gli investitori che possono beneficiare di raccomandazioni più profittevoli. Le previsioni sugli utili costituiscono infatti gli input delle valutazioni condotte e delle raccomandazioni emesse dagli analisti. Pertanto, a previsioni più accurate dovrebbero essere associate migliori raccomandazioni di investimento. In secondo luogo, l'accuratezza delle previsioni è anche importante per le società di brokeraggio e le *investment bank*, nonché per gli analisti stessi, al fine di migliorare la qualità dei loro output e massimizzare i loro guadagni. Infine, i risultati di questo lavoro possono anche contribuire a meglio organizzare le divisioni di ricerca di *investment bank* e società di brokeraggio che, abbandonando l'attuale organizzazione *country* o *industry based*, potrebbero adottare strutture organizzative concepite sulle base dei centri di specializzazione industriale.

2. Analisi della letteratura

In diversi contesti economici e finanziari sono ormai ben noti i legami tra geografia e flussi di informazioni. È noto, ad esempio, che gli investitori sono soggetti ad una distorsione comportamentale (*home bias*) che li spinge ad investire grandi quantità di denaro in strumenti finanziari del proprio paese, ignorando il noto principio della diversificazione. La letteratura che analizza questo fenomeno è numerosa, ma non ha ancora raggiunto risultati conclusivi. Alcuni di questi studi hanno in particolare analizzato le asimmetrie informative tra investitori locali e stranieri ed hanno evidenziato che spesso gli investitori locali possiedono vantaggi informativi rispetto a quelli stranieri (Hau (2001), Choe *et al.* (2005) e Dvorak (2005)). Con riferimento agli investitori istituzionali, invece, i risultati empirici evidenziano un miglior livello di informazione e di sofisticazione degli investitori stranieri.

Un altro filone di ricerche studia l'impatto che la distanza ha sulle scelte di portafoglio all'interno dello stesso paese. Coval e Moskowitz (1999) provano ad esempio che nel mercato americano la collocazione geografica degli investitori influenza le scelte di gestione. I manager dei fondi comuni di investimento, infatti, pesano molto le azioni delle imprese a loro vicine. In un altro paper, invece, gli stessi autori (Coval e Moskowitz (2001)) trovano che gli stessi manager selezionano le azioni in modo più profittevole quando scelgono tra azioni di imprese a loro più vicine piuttosto che quando considerano azioni di imprese più distanti. Inoltre, in altri paper più recenti, si evidenzia addirittura la rilevanza dei social network

nelle politiche d'investimento in azioni. Hong, Kubik, e Stein (2005) mostrano che i manager dei fondi comuni detengono determinate azioni quando anche altri manager della stessa città le scelgono.

Per quanto riguarda l'attività degli analisti finanziari, il gruppo di studi di maggior interesse ai fini del presente lavoro è quello che esamina le proprietà delle previsioni degli analisti finanziari tra diversi paesi e analizza il ruolo della geografia degli analisti stessi nell'accuratezza delle loro previsioni. Rispetto a questa tematica, l'evidenza empirica internazionale è varia. Chang *et al.* (2000) ed alcuni altri paper (Ang e Ciccone (2001), Hope (2003)), ad esempio, mostrano una variazione considerevole nell'accuratezza delle previsioni degli analisti tra diversi paesi. Questi studi trovano che le caratteristiche specifiche di ogni paese (come il sistema legale, il livello di protezione degli investitori, la disclosure delle imprese) influenzano le scelte degli analisti rispetto alle società da seguire (*analyst following*) e le proprietà delle loro previsioni. Tuttavia, i risultati sono talvolta contraddittori, ad esempio per ciò che riguarda il livello di protezione degli investitori.

Solo pochi paper studiano invece, direttamente o indirettamente, la relazione tra la distanza fisica e le performance degli analisti. Malloy (2005), ad esempio, mostra che nel mercato americano gli analisti localizzati vicino alle imprese seguite sono più accurati. L'autore misura la distanza chilometrica tra analista e società valutata e sostiene che tale parametro è una buona approssimazione della qualità delle informazioni possedute. Pertanto, secondo l'autore, la maggior abilità degli analisti vicini alle società valutate è legata a specifici vantaggi derivanti dall'opportunità di ottenere un'informazione privata di un certo valore. Ad esempio, gli analisti vicini alle imprese seguite possono avere un dialogo che va oltre le occasioni canoniche delle *conference call* con la comunità degli analisti, incontrare i CEO e seguire direttamente le varie operazioni societarie. Anche Bae *et al.* (2008) documentano un vantaggio degli analisti vicini alle società analizzate rispetto a quelli più lontani. La loro analisi si estende su 32 paesi europei e mostra che il vantaggio è più evidente nei paesi dove i livelli di disclosure sono deboli, gli investitori istituzionali sono meno importanti e la proprietà azionaria è più concentrata.

In un contesto internazionale, un paese deve aprirsi agli investimenti stranieri affinché gli analisti stranieri inizino a prendere in considerazione le imprese di quel paese. Bae *et al.* (2005) mostrano che l'apertura finanziaria di un paese è seguita da un interesse crescente degli analisti stranieri. Bacmann e Bolliger (2001), analizzando alcuni mercati latino-americani, sostengono che le performance degli analisti finanziari stranieri

superano quelle degli analisti locali. Orpurt (2004), al contrario, mostra che nel contesto europeo, gli analisti locali hanno un evidente vantaggio. Bolliger (2004) conferma questo risultato anche quando si considerano società di investimento anziché singoli analisti. Conroy, Fukuda, e Harris (1997) trovano lo stesso vantaggio a livello di società di investimento, anche per il mercato giapponese. Chang (2003), invece, analizza il mercato taiwanese e confronta le raccomandazioni di investimento di analisti stranieri e di quelli che sono espatriati. I risultati mostrano che gli analisti espatriati superano a livello di performance quelli stranieri. Allo stesso tempo, gli analisti espatriati superano anche gli analisti locali che lavorano per banche di investimento locali. Questo risultato suggerisce che gli analisti locali che lavorano per istituzioni straniere possono contare su organizzazioni più sofisticate e dotate di maggiori risorse.

Questi risultati sono interessanti e supportano un altro filone di letteratura collegato e che analizza i bisogni informativi degli analisti finanziari. Previtiz *et al.* (1994), ad esempio, mostrano che gli analisti finanziari necessitano di informazioni ulteriori rispetto a quelle contenute nei report finanziari, comprese quelle soggettive e che non possono essere facilmente ricondotte a dati numerici². Breton e Taffler (2001) trovano che le informazioni non finanziarie sono importanti almeno quanto quelle finanziarie. Gli analisti in particolare sono interessati alle informazioni non finanziarie relative al management e alle strategie aziendali. In linea con la letteratura sulla distanza geografica degli analisti finanziari, queste informazioni sono più facilmente reperibili dagli analisti vicini alla società valutata. Questa osservazione è supportata da Barker (1998), secondo il quale i contatti personali contano più di ogni annuncio di utili e bilancio pubblicato in quanto consentono diversi vantaggi, tra cui la tempestività nella comunicazione, la possibilità di porre al management delle domande dirette e di analizzare in dettaglio problematiche strategiche e *forward looking*. Secondo l'ipotesi della prossimità, l'analista vicino è favorito anche in questi aspetti.

Sebbene i risultati sopra ricordati abbiano contribuito a capire molti aspetti importanti relativi all'output dell'attività degli analisti finanziari, alcuni punti relativi all'accuratezza delle loro previsioni rimangono ancora poco chiari. Secondo i risultati di Brown *et al.* (1985) e Brown (1993), si può concludere che l'accuratezza delle previsioni sugli utili dipende dalle difficoltà e dalla complessità che caratterizzano l'attività di previsione.

2 In letteratura si è soliti parlare di hard information quando l'informazione è facilmente traducibile in un dato numerico e di soft information altrimenti.

Sebbene la geografia sia risultata una componente valida per spiegare l'accuratezza delle previsioni sugli utili, non ci aspettiamo che la semplice vicinanza fisica dell'analista all'impresa valutata possa garantirgli un vantaggio informativo così forte. Secondo la prospettiva adottata da questo studio, pertanto, sarebbe un'altra forma di vicinanza a essere rilevante e, precisamente, la distanza dell'analista da centri di conoscenza e specializzazione industriale. A partire dai principali risultati ottenuti da ricerche precedenti, quest'analisi offre una nuova interpretazione delle asimmetrie informative che coinvolgono gli analisti finanziari e si ripropone di fornire nuove evidenze utili a comprendere meglio la natura e la fonte del vantaggio informativo di cui alcuni analisti possono godere.

3. Analisi empirica

3.1. *Ipotesi testate*

Gli analisti finanziari attraverso uno o più metodi di valutazione elaborano un set eterogeneo di informazioni che riguardano sia le specifiche caratteristiche delle imprese seguite, sia il sistema economico nel complesso per giungere alla stima del valore della società ed alla emissione di una raccomandazione di investimento. Di conseguenza, gli analisti devono conoscere non solo l'attività delle imprese, ma anche la struttura operativa e manageriale e l'orientamento strategico.

Come si è visto, la letteratura sul tema ha documentato una differenza sistematica nella qualità delle previsioni degli analisti. Alcuni analisti, dunque, emettono previsioni più accurate rispetto ad altri. Tuttavia, i risultati non mostrano in modo conclusivo quali siano le determinanti delle differenze di accuratezza riscontrate. L'evidenza empirica rileva che la distanza geografica tra analisti e azienda valutata può essere un fattore importante. Un analista vicino può infatti raccogliere informazioni sull'impresa di qualità migliore e più tempestive. L'analista avrebbe quindi un vantaggio informativo derivante dalla sua collocazione rispetto alla società valutata. In questo studio si ipotizza, tuttavia, che non sia importante tanto il posizionamento dell'analista rispetto alla società valutata, quanto piuttosto quello dell'analista rispetto alla specializzazione industriale del paese in cui l'analista si trova. In altre parole, si crede che una componente importante nelle *performance* degli analisti sia data dalla migliore conoscenza posseduta dagli analisti che si collocano in paesi specializzati in un determinato settore.

In linea con quanto sancito dalla teoria del vantaggio competitivo, ciascun Paese tende a spostare le proprie risorse verso i settori più produttivi, mentre incrementa gli scambi per i settori che risultano meno produttivi.

Pertanto, il Paese tende a specializzarsi in settori specifici. Questo spesso si associa con lo sviluppo di cluster, o distretti, industriali. Non esiste una definizione univoca di cluster, ma una definizione plausibile è quella che li identifica come concentrazioni geografiche di settori che godono di vantaggi reciproci derivanti dalla co-localizzazione (Doeringer e Terkla (1995))³. Tale definizione è simile a quella di economie di agglomerazione (*agglomeration economies*) che tuttavia ne costituiscono un sottoinsieme.

Nella sfera dei servizi finanziari, ad esempio, alcune ricerche hanno mostrato che grandi, medie e piccole società finanziarie hanno la tendenza a riunirsi in *cluster* nelle aree metropolitane soddisfacendo la necessità di aver accesso a grandi bacini di servizi specialistici e di supporto (ad esempio, contabili, attuariali, legali e via dicendo). La vicinanza ai mercati, inoltre, permette di ridurre i costi di transazione e di sviluppare competenze intrinseche innovative attraverso la condivisione delle conoscenze e delle pratiche utilizzate (si veda ad esempio Davies, 1990).

Pertanto, se i *cluster* favoriscono la creazione di ambienti ricchi da un punto di vista conoscitivo, gli *spill-over* di conoscenze e la costruzione di relazioni e sinergie, la vicinanza geografica a questi centri di specializzazione potrebbe favorire gli analisti finanziari, in quanto migliorerebbe la qualità delle fonti informative e permetterebbe agli analisti di sviluppare competenze ed abilità uniche, portando a un vantaggio informativo e a una miglior accuratezza previsionale.

La definizione di vicinanza e lontananza dell'analista viene data sulla base dell'ubicazione dell'analista rispetto al paese in cui è stato individuato un centro di eccellenza. Se l'analista si colloca nello stesso paese del centro, l'analista è definito come "vicino", mentre se l'analista si trova in un altro paese è definito "lontano". Sulla base di questa definizione, ci si aspetta che l'accuratezza delle previsioni emesse dagli analisti vicini ai centri individuati (*analisti vicini*), dovrebbe essere maggiore rispetto a quella delle previsioni effettuate da analisti meno prossimi (*analisti lontani*).

Allo stesso tempo, dal momento che la letteratura precedente ha documentato l'importanza della vicinanza anche rispetto alla società valutata, nelle analisi si testa l'effetto congiunto dell'essere vicini o lontani sia

3 Porter definisce invece il cluster industriale come un insieme di imprese interconnesse e geograficamente concentrate le quali cooperano, e allo stesso tempo, competono per ottenere dei vantaggi competitivi (Porter, 1998). Per individuare un cluster e i suoi confini Porter suggerisce di cercare i legami orizzontali e verticali, a monte e a valle, a partire da una grande impresa o da un insieme di imprese simili, con imprese e istituzioni. Nei cluster è fondamentale la prossimità e la convivenza per condividere le conoscenze e competenze, la differenziazione delle funzioni, le conoscenze tacite. In quest'ambito, giocano un ruolo fondamentale anche le istituzioni, i governi e le università.

rispetto al centro, sia rispetto alla società analizzata.

Inoltre, gli analisti differiscono tra loro per diversi livelli di specializzazione in quanto seguono un numero maggiore (minore) di settori, di società o di paesi. Il diverso livello di specializzazione potrebbe quindi influenzare l'effetto della vicinanza rispetto ai centri. Sono infatti plausibili due diversi scenari. In un primo scenario si potrebbe verificare che analisti più specializzati, in quanto maggiormente focalizzati ed esperti, possano meglio usufruire del vantaggio informativo derivante dalla vicinanza ai centri in quanto capaci di interpretare in modo ottimale gli *spill-over* di conoscenze. In un secondo scenario, invece, si potrebbe non registrare alcun vantaggio informativo incrementale per gli analisti altamente specializzati che, già sufficientemente abili nella valutazione di certe società, settori o paesi, non traggono nessun beneficio dalla vicinanza ai centri. Al contrario, per gli analisti poco specializzati, la vicinanza potrebbe costituire una buona opportunità per raccogliere migliori informazioni e quindi il vantaggio dovrebbe essere molto marcato.

3.2. Dataset

Il dataset è stato costruito selezionando quattro settori in cui alcune conoscenze specifiche possono rivestire una certa rilevanza nella valutazione di un'impresa. I settori sono stati scelti all'interno della divisione tra settori offerta dal FTSE Group. I settori esaminati sono: Farmaceutico e Biotecnologico, Bancario, Oil&Gas, Retail. L'indagine si è inoltre focalizzata su sei paesi europei, ovvero: Francia, Germania, Italia, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

Per ciascuna impresa di ciascun settore, sono stati raccolti da Factset i dati relativi agli utili per azione, sia realizzati, sia previsti dagli analisti finanziari nei 100 giorni precedenti la data di rilascio degli utili societari, dal 2005 al 2007.

Per quanto riguarda i singoli analisti, sono state raccolte informazioni relative al loro nome, alla società di investimento per cui lavorano, al numero di società, settori e paesi seguiti, al numero telefonico dell'ufficio in cui sono insediati. Quest'ultima informazione, in particolare, ha consentito di individuare la collocazione geografica dell'analista. Il dato relativo al numero di telefono non è stato sempre disponibile in Factset, pertanto, alcuni dati sono stati raccolti manualmente dai volumi cartacei della Nelson's Directory of Investment Research.

Inoltre, per ciascun settore si sono raccolti alcuni dati macroeconomici utili all'identificazione dei cluster industriali. Le informazioni sono state reperite da un database apposito, gestito dall'European Cluster Obser-

vatory (ECO). L'osservatorio, infatti, ispirandosi ad una precedente esperienza americana simile, gestita dall'Institute for Strategy and Competitiveness (ISC) della Harvard Business School, raccoglie dati circa l'occupazione, la quota delle esportazioni mondiali e l'innovazione dei diversi paesi e regioni europei.

Dal database dell'OECD, invece, sono stati raccolti i dati sul PIL pro capite di ciascun paese.

Il database finale si compone di 3003 osservazioni, relative a 272 società valutate da 733 analisti finanziari diversi.

La Tabella 1 riporta alcune statistiche descrittive che sintetizzano le caratteristiche principali del campione di riferimento.

Tabella 1. Statistiche descrittive del campione

Parte A. Distribuzione dei diversi analisti ed imprese valutate – numeri per paese e settore

Paese	Farmac.&Bio		Oil&Gas		Retail		Bancario		Totale	
	analisti	imprese	analisti	imprese	analisti	imprese	analisti	imprese	analisti	imprese
Francia	21	10	20	8	43	13	17	3	101	34
Germania	25	15	1	0	29	12	33	6	88	33
Italia	2	1	12	3	13	3	19	14	46	21
Svezia	12	8	4	3	14	4	8	4	38	19
Svizzera	21	10	1	3	12	0	9	11	43	24
Regno Unito	60	37	65	44	105	51	69	9	299	141
Altro	33	na	40	na	6	na	39	na	118	na
Totale	174	81	143	61	222	83	194	47	733	272

Parte B. Distribuzione delle osservazioni per paese e per settore

Paese	Farmac.&Bio		Oil&Gas		Retail		Bancario		Totale	
	analisti	imprese	analisti	imprese	analisti	imprese	analisti	imprese	analisti	imprese
Francia	90	100	87	93	97	82	58	83	332	358
Germania	150	166	6	0	106	147	132	143	394	456
Italia	5	5	41	98	23	31	113	190	182	324
Svezia	22	16	6	22	26	35	23	64	77	137
Svizzera	71	157	2	0	21	12	44	122	138	291
Regno Unito	291	235	350	372	629	602	353	228	1623	1437
Altro	50	na	93	na	7	na	107	na	257	na
Totale	679	679	585	585	909	909	830	830	3003	3003

3.3 Metodologia

L'ipotesi principale testata in questo studio è se l'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari migliori quando l'analista che valuta un'impresa di un determinato settore è vicino al centro di specializzazione del settore stesso. Per calcolare l'accuratezza utilizziamo due diverse misure offerte dalla letteratura. Una prima misura, più semplice, è data dal valore assoluto dell'errore di previsione (Absolute Forecast Error), data dalla differenza tra gli utili per azione effettivamente realizzati e la previsione data dall'analista.

In termini formali:

$$AFE_{ijt} = \left| \frac{ACTUAL_{jt} - FORECAST_{ijt}}{ACTUAL_{jt}} \right|$$

dove *ACTUAL* indica gli utili per azione realizzati dall'impresa *j* all'anno *t* e *FORECAST* invece indica la previsione emessa dall'analista *i* non più di 100 giorni prima del rilascio degli utili, per l'impresa *j*, nell'anno *t*.

Tuttavia, la letteratura ha dimostrato che questa misura soffre di alcune problematicità e può essere distorta⁴. Pertanto, definiamo anche un'altra misura nota in letteratura come *Proportional Mean Absolute Forecast Error (PMAFE)*. In termini formali:

$$PMAFE_{ijt} = \frac{AFE_{ijt} - AAFE_{jt}}{AAFE_{jt}} (-1)$$

Questo rapporto misura la differenza tra l'*Absolute Forecast Error (AFE)* dell'analista *i* che emette la sua previsione per la società *j* all'anno *t* e l'*AFE* medio (*AAFE*) di tutti gli analisti che effettuano previsioni per l'impresa *j* nell'anno *t*, espressa come frazione dell'*AAFE* stesso.

Sottraendo l'errore di previsione assoluto medio, questa misura permette di tener conto delle specifiche caratteristiche delle diverse imprese e di controllare anche per un eventuale effetto tempo. Inoltre, dividendo per *AAFE*, si riduce l'eteroschedasticità nelle distribuzioni dell'errore di previsione tra le imprese (Clement (1999)). Moltiplicando per *-1* invece si assicura che a valori più alti del rapporto corrispondano livelli più alti di accuratezza⁵.

Per definire la prossimità dell'analista rispetto al centro di eccellenza, per prima cosa è stato necessario identificare i diversi centri di specializzazione. Questo ha richiesto una precisa individuazione dei cluster industriali rispetto ai paesi e ai settori analizzati. Come accennato, l'European Cluster Observatory⁶ (ECO) fornisce definizioni e misure dei cluster industriali osservando la distribuzione geografica dell'attività economica.

4 Clement (1998) documenta che PMAFE permette di identificare meglio le differenze nell'accuratezza delle previsioni individuali degli analisti. Jacob et al. (1999) discutono di questi benefici con maggior dettagli.

5 In tutte le regressioni, questa seconda misura di accuracy è quella migliore, pertanto, in linea con la letteratura precedente (Clement (1999 e 1998) e Jacob et al. (1999)), si riportano solo i risultati ottenuti con questa misura di accuratezza.

6 L'European Cluster Observatory aiuta i politici, chi si occupa di cluster e i ricercatori che si occupano di cluster europei. L'Osservatorio mette a disposizione dati sui modelli geografici di specializzazione tra i cluster, sui portafogli di cluster nazionali e regionali, sulle organizzazioni, sulle politiche nazionali e regionali, nonché sui programmi relativi all'innovazione e ai cluster.

L'ammontare e la qualità delle conoscenze che circolano e che si trasmettono dipende da diversi fattori. In linea con quanto sviluppato dalla letteratura circa l'identificazione dei cluster, l'ECO definisce tre fattori importanti per definire un cluster: la dimensione del cluster, il suo livello di specializzazione e di focalizzazione rispetto alla produzione. I tre fattori vengono calcolati a livello regionale e, congiuntamente considerati, indicano se il cluster ha raggiunto o meno una massa critica di specializzazione sufficiente a sviluppare relazioni e trasmissione di conoscenze. Il primo fattore, ovvero la dimensione del cluster, è calcolato sulla base del livello di occupazione registrato nella regione con riferimento ad un determinato cluster, rispetto all'occupazione europea complessiva. La misura di specializzazione mostra invece come una regione sia maggiormente specializzata rispetto a un'altra in relazione ad uno specifico cluster. Anche questa misura si basa sui livelli di occupazione ed è definita dal rapporto tra la quota di occupati in un cluster rispetto all'occupazione complessiva della regione e la proporzione di occupati in un cluster in Europa rispetto all'occupazione europea complessiva. In termini formali, il livello di specializzazione è, pertanto, misurato come:

$$\frac{\text{Occupazione di un cluster a livello regionale} / \text{Occupazione complessiva regionale}}{\text{Occupazione di un cluster a livello europeo} / \text{Occupazione complessiva europea}}$$

La misura di "focalizzazione" indica invece in che misura l'economia regionale si dedica ai settori che compongono il cluster. Questa misura mette in relazione l'occupazione di uno specifico cluster al totale dell'occupazione regionale.

Per le finalità di questo lavoro, l'analisi si concentra su uno dei tre indicatori e, precisamente, sull'indice di specializzazione fornito da ECO, ricostruito per ciascun paese su base nazionale. Poichè, inoltre, la produzione reale di un paese può influire sull'occupazione di un paese e potrebbe risultare che un paese ha un maggiore livello di occupazione unicamente perchè ha un maggior PIL, si è ponderato l'indicatore per il PIL pro capite del paese. Sulla base dei numeri ottenuti, abbiamo poi classificato i diversi paesi in modo tale che il paese al primo posto coincida con il centro di specializzazione industriale cercato. A partire dalla classifica riportata in Tabella 2, sono stati individuati i quattro centri di specializzazione.

Tabella 2. Classifica del livello di specializzazione dei diversi settori per paese

Settore	Farmaceutico & Bio	Bancario	Oil&Gas	Retail
Paese				
Francia	2	2	2	3
Germania	3	3	3	1
Italia	5	6	4	2
Svezia	4	5	5	4
Svizzera	1	1	6	6
Regno Unito	6	4	1	5

La Svizzera è il centro di specializzazione del settore Farmaceutico e delle Biotecnologie e del settore Bancario. Il Regno Unito, invece, occupa il primo posto per l’Oil&Gas, mentre la Germania è specializzata nel Retail.

Individuati i centri di specializzazione, definiamo una variabile dummy che è uguale a 1 se l’analista è prossimo al centro, e testiamo il primo modello che, formalmente, è il seguente:

$$PMFAE_{ijt} = (\alpha + u_i) + \beta_1 \text{centro}_{ijt} + \beta_2 \text{società}_{ijt} + \beta_3 \text{n_settori}_{ijt} + \beta_4 \text{n_società}_{ijt} + \beta_5 \text{n_paesi}_{ijt} + \beta_6 \text{età previsione}_{ijt} + \beta_7 \text{anno2005}_{ijt} + \beta_8 \text{anno 2006}_{ijt} + \epsilon_{ijt} \tag{1}$$

Dove *i* rappresenta la società valutata e *j* l’analista che emette le proprie previsioni al tempo *t*. Si assume che i diversi u_i siano quantità fisse, permettendo che le intercette siano diverse per le diverse unità, ma s’impone che le inclinazioni delle rette siano invece le stesse.

Dal momento che è stato dimostrato che l’accuratezza delle previsioni dipende anche da altri fattori è stato inserito un gruppo di variabili di controllo, scelto sulla base dei risultati raggiunti dalla letteratura precedente. In particolare, si sono incluse nel modello le seguenti variabili:

- l’età della previsione (*età previsione*), misurata dal numero di giorni che intercorrono tra la previsione ed il rilascio degli utili (si veda, ad esempio, Sinha *et al.* (1997));
- la complessità del portafoglio analizzato, misurata dal numero di settori (*n_settori*), di imprese (*n_società*) (Clement (1999) o Mikhail *et al.* (1997)) e di paesi seguiti (*n_paesi*) (Bae *et al.* (2008)) dall’analista finanziario;
- la collocazione geografica dell’analista rispetto alla società valutata, indicata da una dummy (*società*) che è pari a 1 se l’analista è vicino alla società valutata, 0 altrimenti.

Per controllare un effetto tempo, sono inoltre state inserite variabili dummy per due dei tre anni analizzati (anno 2005, anno 2006).

Il secondo modello testato è una specificazione del precedente modello (1). In termini formali:

$$\begin{aligned} \text{PMFAE}_{ijt} = & (\alpha + u_i) + \beta_1 \text{centro_oil \& gas}_{ijt} + \beta_2 \text{centro_bio \& farmaceuti}_{co_{ijt}} \\ & + \beta_3 \text{centro_retail}_{ijt} + \beta_4 \text{società} + \beta_5 \text{n_settori}_{ijt} + \beta_6 \text{n_società}_{ijt} + \beta_7 \text{n_paesi}_{ijt} \\ & + \beta_8 \text{età previsione}_{ijt} + \beta_9 \text{anno2005}_{ijt} + \beta_{10} \text{anno 2006}_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (2)$$

dove sono state inserite tre dummy che scompongono la precedente dummy *centro* nei diversi settori considerati. La dummy *centro_oil&gas* è uguale a 1 se l'analista valuta il settore Oil&Gas ed è inglese, dato che il Regno Unito è stato identificato come il centro di specializzazione per questo settore; la dummy *centro_bio&farmaceutico* invece è uguale a 1 se l'analista che valuta questo settore è basato in Svizzera; la dummy *centro_retail* è pari a 1 se l'analista che valuta il settore Retail basa la propria attività in Germania⁷.

Ci aspettiamo che i coefficienti di tutte le dummy siano positivi, dal momento che la vicinanza al centro dovrebbe migliorare l'accuratezza delle previsioni.

Per quanto riguarda i coefficienti delle variabili di controllo, invece, ci aspettiamo che l'età della previsione abbia un impatto negativo sull'accuratezza dal momento che le previsioni più recenti, incorporando informazioni aggiornate, dovrebbero essere anche più accurate. Anche le variabili che rappresentano la complessità del portafoglio dell'analista dovrebbero avere un impatto negativo sull'accuratezza, dal momento che la complessità di valutazione dovrebbe ridurre l'accuratezza delle previsioni. Infine, coerentemente con quanto documentato in letteratura, il coefficiente della dummy *società* dovrebbe avere un impatto positivo. Per testare un eventuale effetto congiunto derivante dalla vicinanza dell'analista sia al centro di specializzazione, sia alla società valutata, abbiamo considerato una versione alternativa delle precedenti regressioni (equazioni (3) e (4)). Nell'equazione (3) è stata inserita una variabile, *centro_società*, data dal prodotto tra le due dummy *centro* e *società* e che cattura l'effetto testato. Nell'equazione (4) sono invece state inserite diverse variabili "interazione", ottenute dal prodotto di ciascuna dummy relativa all'hub industriale per la dummy *società*.

⁷ La dummy relativa al settore Bancario non è stata inserita per evitare un problema di overidentification. Questa viene, tuttavia, definita di conseguenza dalle altre tre dummy a lei collegate.

$$\begin{aligned}
 PMFAE_{ijt} = & (\alpha + u_i) + \beta_1 \text{centro}_{ijt} + \beta_2 \text{centro_società}_{ijt} + \beta_3 \text{società}_{ijt} \\
 & + \beta_4 \text{n_settori}_{ijt} + \beta_5 \text{n_società}_{ijt} + \beta_6 \text{n_paesi}_{ijt} + \beta_7 \text{età previsione}_{ijt} + \beta_8 \text{anno2005}_{ijt} \\
 & + \beta_9 \text{anno 2006}_{ijt} + \epsilon_{ijt}
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 PMFAE_{ijt} = & (\alpha + u_i) + \beta_1 \text{centro_oil \& gas}_{ijt} + \beta_2 \text{centro_finanziario}_{ijt} + \beta_3 \text{centro_retail}_{ijt} \\
 & + \beta_4 \text{società} + \beta_5 \text{centro_società_oil \& gas}_{ijt} + \beta_6 \text{centro_società_finanziario}_{ijt} \\
 & + \beta_7 \text{centro_società_retail}_{ijt} + \text{variabili di controllo} + \epsilon_{ijt}
 \end{aligned} \tag{4}$$

Non conoscendo a priori l’effetto complessivo delle variabili rispetto all’accuratezza, non si hanno specifiche aspettative relativamente ai segni dei coefficienti.

Infine, per testare la terza ipotesi, ovvero in che modo il livello di specializzazione dell’analista possa influire sull’eventuale vantaggio derivante dalla sua vicinanza rispetto ai centri, inseriamo nel modello altre variabili “interazione”. Ciascuna di queste variabili viene costruita come prodotto tra la variabile dummy *centro*, e, alternativamente, altre variabili quali il numero dei settori, dei paesi e delle società seguite dall’analista. Il modello stimato è pertanto il seguente:

$$\begin{aligned}
 PMFAE_{ijt} = & (\alpha + u_i) + \beta_1 \text{centro}_{ijt} + \beta_2 \text{società}_{ijt} + \beta_3 \text{n_settori}_{ijt} + \beta_4 \text{n_società}_{ijt} + \\
 & \beta_5 \text{n_paesi}_{ijt} + \beta_6 \text{età previsione}_{ijt} + \beta_7 \text{anno2005}_{ijt} + \beta_8 \text{anno 2006}_{ijt} \\
 & + \beta_9 \text{centro_nsettori} + \beta_{10} \text{centro_npaesi} + \beta_{11} \text{centro_nsocietà} + \epsilon_{ijt}
 \end{aligned} \tag{5}$$

4. Risultati

4.1. Alcune statistiche descrittive

La Tabella 3 riporta alcune statistiche descrittive delle variabili principali utilizzate nel presente lavoro. Si riportano i risultati sia del classico test sulle medie (t-test), sia un test non parametrico, il Wilcoxon test.

Tabella 3. Statistiche riassuntive – Differenze in media per gruppo di analisti

	Lontani dal centro				Vicini al centro				t-test	Wilcoxon test
	N°	Media	Dev. Std.	Mediana	N°	Media	Dev. Std.	Mediana		
<i>AFE</i>	2432	0.223	0.822	0.061	571	2.171	26.394	0.090	0.078	0.000
<i>PMAEFE</i>	2432	-0.029	1.235	0.088	571	0.049	0.681	0.030	0.039	0.080
<i>n_paesi</i>	2110	2.943	2.060	2	520	3.927	2.895	3	0.000	0.000
<i>n_settori</i>	2110	2.321	1.626	2	520	2.173	1.508	2	0.048	0.055
<i>n_società</i>	2110	14.012	12.691	12	520	13.013	8.318	11	0.029	0.851
<i>capitalizzazione</i>	2350	145.417	73.859	152.000	544	107.205	80.367	104.000	0.000	0.000
<i>età previsione</i>	2432	28.812	27.790	20	571	32.373	29.452	24	0.009	0.006

I risultati suggeriscono che gli analisti vicini ai centri di specializzazione generalmente mostrano performance superiori rispetto ai colleghi lontani. Questi risultati vanno interpretati con prudenza dal momento che non tengono conto dell'età della previsione. Pertanto, alcuni analisti potrebbero essere più accurati semplicemente perchè emettono previsioni basate su un set di informazioni più aggiornate. Test sulle differenze tra i gruppi in termini di età della previsione e dimensione della società valutata indicano differenze significative tra i due gruppi di analisti.

Si sono misurate e testate le differenze anche nel numero di società, settori e paesi seguiti dagli analisti. I risultati evidenziano che generalmente i due gruppi di analisti, vicini e lontani, seguono lo stesso numero di società, ma quelli classificati come vicini tendono a seguire più paesi e meno settori.

4.2. Risultati empirici

L'ipotesi di ricerca principale è che gli analisti vicini ai centri di specializzazione emettano previsioni migliori in quanto si trovano in un ambiente più fervido da un punto di vista conoscitivo e pertanto sono più abili a interpretare e rielaborare nel modo più corretto le informazioni societarie ricevute. Per testare quest'ipotesi si è tenuto conto di diverse caratteristiche sia dell'analista, sia delle previsioni. Tutte le regressioni, in particolare, sono state testate utilizzando effetti fissi a livello di settore, di società analizzata e di paese. Inoltre, nelle analisi è stato imposto che gli errori standard siano robusti⁸. Si riportano i risultati ottenuti solo con effetti fissi a livello di settore.

La tabella 4 riporta i risultati dei modelli delle equazioni (1) e (2) e mostra specificazioni alternative degli stessi.

⁸ I modelli includono errori standard che sono robusti a eventuali *misspecification* e che consentono correlazioni intragruppi.

Tabella 4. Effetto della vicinanza ai centri di specializzazione industriali sull'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari

	(eq.1) PMAFE	(eq.2) PMAFE	(eq.1a) PMAFE	(eq.1b) PMAFE	(eq.2a) PMAFE
Centro	0.103 (0.076)*		0.107 (0.046)**	0.101 (0.030)**	
Società	0.023 (0.653)	0.018 (0.718)			
anno2005	-0.013 (0.767)	-0.014 (0.751)			
anno2006	-0.080 (0.189)	-0.083 (0.172)			
n_settori	0.022 (0.144)	0.022 (0.166)	0.022 (0.148)		
n_paesi	0.001 (0.910)	-0.000 (0.984)	0.000 (0.973)		
n_società	-0.006 (0.231)	-0.006 (0.243)	-0.006 (0.222)		
età previsione	-0.002 (0.000)***	-0.002 (0.001)***	-0.003 (0.001)***	-0.002 (0.001)***	-0.002 (0.001)***
Centro_finanziario		0.296 (0.000)***			0.240 (0.001)***
Centro_oil&gas		0.112 (0.211)			0.090 (0.229)
centro_retail		0.088 (0.425)			0.087 (0.364)
costante	0.076 (0.254)	0.085 (0.209)	0.066 (0.191)	0.038 (0.126)	0.041 (0.108)
osservazioni	2630	2630	2630	3003	3003
R-quadro	0.008	0.008	0.007	0.004	0.004

In parentesi si riportano i p-value robusti

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

In linea con le aspettative, l'età della previsione ha segno negativo e statisticamente significativo. Questo indica che le previsioni più recenti sono solitamente quelle più accurate. L'effetto anno non ha invece alcun impatto. Questo risultato potrebbe tuttavia dipendere dalla modalità con cui è costruita la misura di accuratezza, che già tiene conto dell'effetto tempo. Le altre variabili di controllo che rappresentano la complessità del portafoglio di società seguite dall'analista non sono significative⁹.

Per quanto riguarda le variabili di localizzazione, è interessante notare che il coefficiente di *centro* è positivo e statisticamente significativo, mentre la variabile *società*, che replica i precedenti studi, non è invece significativa. Mentre la vicinanza al centro di specializzazione genera un vantaggio informativo in capo agli analisti, la vicinanza alle società valutate non ha invece alcun impatto sull'accuratezza delle previsioni.

Inoltre, analizzando i risultati per settore (equazioni 2 e 2a), il maggior vantaggio informativo deriva dall'essere prossimi al centro di specializ-

9 Sono state considerate anche misure alternative di queste variabili. In particolare, dal momento che la complessità di portafoglio potrebbe non essere una funzione lineare del numero di paesi, società e settori seguiti, si è calcolata una trasformazione logaritmica delle variabili. I risultati non cambiano e pertanto non vengono riportati.

zazione finanziario che, sulla base della prospettiva adottata dal presente lavoro, è identificato in Svizzera. Questo risultato va interpretato con prudenza poichè potrebbe essere in parte guidato dal grande numero di dati che è stato possibile raccogliere in riferimento al settore Bancario. Allo stesso tempo, tuttavia, il risultato sembra abbastanza robusto, dal momento che non risente invece dell' "effetto Londra". Molti analisti del dataset utilizzato sono infatti basati nel Regno Unito e, in particolare, a Londra, centro finanziario per eccellenza, ma non centro di specializzazione secondo la prospettiva adottata in questa sede. La Tabella 5 riporta i risultati delle equazioni (3) e (4).

Tabella 5. Effetto congiunto della vicinanza ai centri di specializzazione industriale e alle società valutate sull'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari

	(eq.3) PMAFE	(eq.4) PMAFE	(eq.3a) PMAFE	(eq.4a) PMAFE
Centro	0.282 (0.002)***		0.301 (0.001)***	
Società	0.051 (0.354)	0.036 (0.495)	0.083 (0.059)*	0.076 (0.078)*
centro_società	-0.218 (0.026)**		-0.256 (0.006)***	
anno2005	-0.011 (0.799)	-0.013 (0.764)		
anno2006	-0.079 (0.197)	-0.083 (0.176)		
n_settori	0.022 (0.140)	0.021 (0.184)		
n_paesi	0.001 (0.956)	-0.001 (0.921)		
n_società	-0.006 (0.239)	-0.005 (0.262)		
età previsione	-0.002 (0.001)***	-0.002 (0.001)***	-0.002 (0.001)***	-0.002 (0.001)***
centro_finanziario		0.437 (0.020)**		0.418 (0.016)**
centro_oil&gas		0.264 (0.030)**		0.268 (0.019)**
centro_retail		-0.655 (0.000)***		-0.557 (0.000)***
centro_società_finanziario		-0.188 (0.337)		-0.244 (0.197)
centro_società_oil&gas		-0.192 (0.096)*		-0.251 (0.020)**
centro_società_retail		0.749 (0.000)***		0.643 (0.000)***
Costante	0.055 (0.425)	0.074 (0.283)	-0.018 (0.640)	-0.010 (0.798)
Osservazioni	2630	2630	3003	3003
R-quadro	0.008	0.009	0.005	0.006

In parentesi si riportano i p-value robusti

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

I risultati confermano l'ipotesi. I coefficienti delle variabili *centro*, *società* e *centro_società* sono statisticamente significativi. Il primo ed il secondo sono positivi e coerenti con l'ipotesi, mentre il terzo indica che esiste un effetto congiunto dell'essere vicino contemporaneamente alla società va-

lutata e al centro di specializzazione. Tuttavia, l'effetto congiunto è negativo e riduce la somma dei singoli effetti (eq. 3a). Una possibile interpretazione è quella che vede i due effetti non indipendenti. Pertanto, se l'analista è solo vicino al centro di specializzazione, la sua accuratezza migliora considerevolmente, mentre quando lo stesso analista è anche vicino alla società valutata l'effetto cumulato riduce i precedenti benefici. Questo risultato è compatibile con l'ipotesi dei conflitti di interesse di cui gli analisti finanziari sono spesso accusati. Il coefficiente della variabile *società*, quando considerata singolarmente, è positivo e statisticamente significativo. Questo risultato è coerente con quanto trovato da precedenti ricerche, ovvero la distanza dell'analista dalla società valutata è rilevante per l'accuratezza delle loro previsioni. Quando tuttavia, la variabile *società* è considerata congiuntamente alla variabile *centro*, il risultato è invertito.

Le equazioni 3 e 3a, infatti, indicano un effetto congiunto opposto. I risultati suggeriscono che la vicinanza fisica all'impresa valutata ha un doppio effetto che agisce in direzioni opposte: un primo effetto, "effetto informazione", che è positivo in quanto deriva da una miglior informazione; un secondo effetto, invece, negativo, legato ad un'ipotesi di conflitto di interessi, che impedisce all'analista di essere completamente obiettivo nella propria analisi ("effetto conflitto di interessi"). In altre parole, è più facile per l'analista essere imparziale quando non condivide troppe relazioni con l'impresa che analizza. Alla luce del segno positivo e significativo della variabile *società*, normalmente sembra prevalere un effetto positivo. Quando però la variabile *società* interagisce con la variabile *centro*, si evidenzia un effetto incrementale negativo perché l'effetto informazione positivo è già scontato dalla variabile *centro*, mentre prevale l'effetto negativo del conflitto di interessi. In altre parole, l'effetto della vicinanza alla società riduce l'effetto positivo che deriva dall'essere vicino al centro di specializzazione.

Focalizzando l'attenzione nell'equazione (4), sembra che l'ipotesi del vantaggio informativo derivante dalla vicinanza al centro di specializzazione valga solo per due dei quattro settori considerati, quello Bancario e quello dell'Oil&Gas. Il coefficiente relativo al settore Retail è infatti negativo indicando che la vicinanza al centro di specializzazione del settore Retail non è vantaggiosa per gli analisti finanziari. Una spiegazione plausibile di questo risultato è legata alla definizione di questo cluster, che include numerosi settori industriali ed è quindi molto eterogeneo. Ciascun sotto-settore potrebbe infatti richiedere specifiche abilità e competenze che potrebbero non essere catturate dalla loro riunione all'interno di un unico centro di specializzazione.

Confrontando le tabelle 4 e 5, il risultato interessante che emerge è relativo al fatto che la distanza rispetto alla società valutata ha un valore solo quando è combinata con un indicatore del livello di competenza e specializzazione industriale dell'analista. In caso contrario, infatti, la vicinanza alla società valutata non ha alcun impatto significativo sull'accuratezza delle previsioni. Ciò dimostra che i risultati ottenuti in precedenza dalla letteratura trascurano un aspetto importante del problema di come debba essere definita la prossimità/lontananza dell'analista rispetto alle società analizzate.

Infine, la Tabella 6 riporta le stime del modello (5). I risultati, anche se deboli, confermano che l'età della previsione influenza l'accuratezza e danno qualche indicazione rispetto a come il livello di specializzazione dell'analista influenzi l'effetto della vicinanza rispetto al centro di specializzazione. In particolare, secondo i risultati ottenuti, più è elevato il livello di complessità della valutazione compiuta dall'analista più l'analista beneficia di un eventuale effetto vicinanza rispetto al centro di specializzazione geografico. La variabile *centro_nsocietà* è infatti positiva e statisticamente significativa e suggerisce che gli analisti che valutano un elevato numero di società godono maggiormente degli *spill-over* di conoscenze.

Tabella 6. Effetto della vicinanza ai centri di specializzazione industriali e del livello di specializzazione degli analisti finanziari sull'accuratezza delle previsioni

	(eq.5) PMAFE	(eq.5a) PMAFE	(eq.5b) PMAFE
centro	0.030 (0.755)	-0.015 (0.871)	-0.013 (0.890)
Società	0.005 (0.921)	0.017 (0.690)	
centro_npaesi	0.006 (0.725)		
centro_nsettori	-0.037 (0.218)		
centro_nsocietà	0.012 (0.101)	0.009 (0.098)*	0.009 (0.095)*
n_paesì	-0.007 (0.631)		
n_società	-0.007 (0.186)	-0.005 (0.213)	-0.005 (0.214)
n_settori	0.029 (0.093)*		
anno2005	-0.012 (0.780)		
anno2006	-0.082 (0.180)		
età previsione	-0.003 (0.000)***	-0.003 (0.001)***	-0.003 (0.001)***
costante	0.107 (0.159)	0.099 (0.131)	0.110 (0.079)*
osservazioni	2630	2630	2630
R-quadro	0.009	0.007	0.007

In parentesi si riportano i p-value robusti

* significativo al 10%; ** significativo al 5%; *** significativo al 1%

5. Conclusioni

La letteratura che studia l'attività degli analisti finanziari ha evidenziato differenze sistematiche nella qualità delle previsioni emesse dimostrando che alcuni analisti emettono previsioni più accurate di altri. La ragione di queste differenze è ancora una questione aperta, visto che i risultati raggiunti si prestano a interpretazioni alternative.

Un fattore che è stato preso in considerazione dagli studi più recenti è la distanza geografica degli analisti rispetto alle società valutate. La distanza geografica è quindi assunta come *proxy* della qualità dell'informazione degli analisti. La letteratura sostiene che gli analisti vicini alle società valutate emettano previsioni più accurate grazie al vantaggio informativo di cui possono godere rispetto agli analisti più lontani.

Anche questo studio analizza la rilevanza della distanza sulla performance degli analisti finanziari, ma adotta una prospettiva nuova ed originale. La definizione di vicinanza assunta negli studi precedenti è infatti poco convincente e si ritiene che vada definita in un modo diverso. Secondo la prospettiva adottata in questo studio, ciò che conta ai fini della conoscenza e delle informazioni possedute dagli analisti è la distanza rispetto a centri di specializzazione industriale e non alle singole società valutate. Mutuando concetti dell'Economia Internazionale ed Industriale, la ricerca si ripropone quindi di indagare il ruolo che questa nuova definizione di distanza ha sull'accuratezza delle previsioni degli analisti finanziari di diversi paesi.

L'ipotesi di base è che i cluster industriali costituiscano dei centri che favoriscono importanti trasferimenti di conoscenze e che permettono alle informazioni di circolare con facilità. La vicinanza fisica degli analisti a tali centri aiuterebbe a migliorare la qualità delle informazioni possedute, della loro conoscenza e del know-how con cui essi stessi rielaborano le informazioni ricevute. Il risultato finale sarebbe dunque quello di ottenere previsioni più accurate.

Il database è stato costruito selezionando sei paesi (Francia, Germania, Italia, Svezia, Svizzera e Regno Unito) e quattro settori (Farmaceutico&Biotecnologico, Bancario, Oil&Gas, Retail). Sono stati raccolti i dati relativi sia alle società valutate, sia agli analisti finanziari lungo un orizzonte temporale di tre anni (2005-2007). Inoltre, sono state reperite le informazioni macroeconomiche necessarie per individuare i diversi centri di specializzazione industriale. Il database finale si compone di 3003 osservazioni, relative a 272 società valutate da 733 analisti finanziari diversi.

Sono state testate diverse ipotesi. Per prima cosa, una volta individuati i centri di specializzazione dei diversi settori/paesi considerati, si è verificato se le performance degli analisti finanziari fossero legate alla distanza dell'analista da tali centri. Per fare questo si è tenuto conto anche di altre

variabili da cui, come ha dimostrato la letteratura precedente, dipende l'accuratezza delle previsioni. Si è poi testato l'eventuale effetto congiunto derivante dalla concomitante vicinanza rispetto alle due diverse fonti di informazioni, ovvero, la società valutata e il centro di specializzazione. Infine, si è verificata l'associazione tra i diversi livelli di specializzazione degli analisti finanziari e il vantaggio informativo derivante dall'essere vicini ai centri di specializzazione industriale.

Complessivamente i risultati ottenuti sono interessanti e supportano l'ipotesi testata. L'evidenza mostra, infatti, che la locazione geografica degli analisti finanziari rispetto ai centri di specializzazione industriale influenza l'accuratezza delle loro previsioni. I risultati suggeriscono che il grado con cui gli analisti usufruiscono di questo vantaggio informativo dipende, quantomeno in parte, dal livello di specializzazione degli stessi. Questo lavoro apporta almeno due importanti contributi alla letteratura esistente. Innanzitutto, esplora un ambito di ricerca innovativo ed originale. Il lavoro indaga nuovi aspetti legati al tema dell'accuratezza delle previsioni degli analisti e contribuisce a capire meglio le cause da cui derivano le differenze di performance. Inoltre, esso contribuisce ad arricchire la letteratura sui distretti industriali. La ricerca conferma infatti i vantaggi che derivano dal prender parte ad un network, formale o informale che sia, dove le informazioni, la conoscenza e le competenze possono trasferirsi facilmente e avvantaggiare gli agenti economici e finanziari che ne fanno parte, compresi gli analisti finanziari.

Bibliografia

ANG J. S., CICCONE S., (2001) "International differences in analyst forecast properties", *working paper*, University of New Hampshire.

BACMANN J.F, BOLLIGER G., (2001) "Who are the best? Local versus foreign analysts on the Latin American stock markets", *working paper*, University of Neuchâtel, Neuchâtel, Switzerland.

BAE K., STULZ R., TAN H., (2008) "Do Local Analysts Know More? A Cross-Country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts", *Journal of Financial Economics*, 88, 3 (2008), 581-606.

BARKER R. (1998) "The Market for Information: Evidence from Finance Director, Analysts and Fund Managers", *Accounting and Business Research*, 29, 3-20.

BOLLIGER G., (2004) "The characteristics of individual analysts' forecasts in Europe", *Journal of Banking and Finance* 28, 2283-2309.

BRETON G., TAFFLER R. J. (2001) "Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach", *Accounting and Business Research*, 31 No 2, 91-102.

- BROWN P., G. FOSTER G., E. NOREEN (1985) "Security analyst multiyear earnings forecasts and the capital market", *Studies in Accounting Research* #21, American Accounting Association.
- BROWN L. (1993) "Earnings forecasting research: its implications for capital markets research", *International Journal of Forecasting*, 9, 295-320.
- CHANG C. (2003) "Information footholds: expatriate analysts in an emerging market", *working paper*, Haas School of Business, U. C. Berkeley.
- CHANG J. J., KHANNA T., PALEPU K. (2000) "Analyst activity around the world", *Harvard Business School strategy working paper series*.
- CHOE H., KHO B.C., STULZ R.M. (2005) "Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea", *Review of Financial Studies*, 18, 795-829.
- CLEMENT M. B. (1998) "Some considerations in measuring analysts' forecasting performance", *working paper*, University of Texas, Austin.
- CLEMENT M. B. (1999) "Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter?", *Journal of Accounting and Economics*, 27, 285-303.
- CONROY R., Y FUKUDA, R. S. Harris (1997) "Securities houses and earnings forecasts in Japan: What makes for an accurate prediction?", *Financial Analysts Journal*, 53, 29-40.
- COVAL J. D., MOSKOWITZ T. J. (1999) "Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios", *Journal of Finance*, 54, 2045-2073.
- COVAL J. D., MOSKOWITZ J. T. (2001) "The geography of investment: Informed trading and asset prices", *Journal of Political Economy*, 4, 811-841.
- DVORAK T. (2005) "Do domestic investors have an information advantage: evidence from Indonesia", *Journal of Finance*, 60, 1461-1493
- HAU H., (2001) "Location matters: An examination of trading profits", *Journal of Finance* 56, 1959-1983.
- HONG H, KUBIK J. D., STEIN J. C. (2005) "Thy neighbour's portfolio: word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers", *Journal of Finance*, 60 (6), 2801-2824.
- HOPE O. (2003) "Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study", *Journal of Accounting Research* 41, (2), 235-272.
- JACOB J., LYS T., NEALE M. (1999) "Expertise in forecasting performance of security analysts", *Journal of Accounting and Economics*, 28, 51-82.
- JACOBS D., DEMANN A. (1996) "Cluster, Industrial Policy and Firm Strategy: a menu approach", *Technology Analysis & Strategic Management*, 8 (4), 425-437.
- MALLOY C. J. (2005) "The Geography of equity analysis", *Journal of Finance* 60, 719-755.
- ORPURT S., (2004), "Local analyst earnings forecast advantages in Europe", *working paper*, University of Chicago.
- PORTER M. (1990) *The Competitive Advantage of Nations*, London, MacMillan Press.
- PREVITS G., BRICKER R. (1994) "A content analysis of sell-side financial analyst company reports", *Accounting Horizons*, 8(2), 55-70.