

Giulia Baschieri, Andrea Carosi e Stefano Mengoli

**LA GEOGRAFIA DELLE SOCIETÀ
QUOTATE ITALIANE E I POTENZIALI EFFETTI SUI
VALORI DI BORSA:
«AZIONI E BUOI DEI PAESI TUOI»**

Diceva che i vicini gli volevano male che qualcuno,
conoscendo le sue paure aveva appeso al cancello
del cortile il cartello «attenti al cane».

(Jacopo Masi, «I vicini» in *Fuoriporta*, Roma, Perrone Editore, 2009)

1. Introduzione

Lungi dall'indicare metodi *standard* per l'implementazione di modelli di *asset allocation* ottimali, la letteratura in tema di *asset pricing* sembra almeno fornire un adeguato *framework* di riferimento per il corretto inquadramento dei problemi da affrontare. In tale ambito, una delle principali contraddizioni che emerge dal confronto tra teoria e prassi scaturisce dall'apparente illogica preferenza degli investitori verso titoli emessi da società nazionali piuttosto che d'oltreconfine. Se l'illogicità di un simile comportamento, identificato in letteratura come *home bias* (si veda fra gli altri Grubel 1968; Solnik 1974), scaturirebbe dall'evidente danno di mancata diversificazione e conseguente maggior rischio di portafoglio complessivo, non così semplici sono le possibili interpretazioni. Invece di limitarsi a semplicistiche argomentazioni basate unicamente su presupposti di «irrazionalità», la letteratura internazionale sembra aver preferito chiavi interpretative più complesse tra le quali un ruolo primario è stato assunto dalle asimmetrie informative: la preferenza verso titoli geograficamente più vicini deriverebbe dal minore *gap* informativo tra *insider* e *outsider* sopportato da questi ultimi da ricondursi al fatto di risiedere in aree limitrofe alla società emittente. D'altra parte, se questa fosse effettivamente la ragione che farebbe scaturire simili comportamenti, una ricerca indirizzata a rilevare il fenomeno in una finestra temporale in cui venisse

Gli autori, desiderano ringraziare per gli utili commenti ricevuti i due anonimi referee della rivista nonché Marco Bigelli, Sandro Sandri, Massimo Spisni, Stefano Cenni, tutti i membri del Collegio dei docenti del dottorato di ricerca in Mercati e intermediari finanziari dell'Alma Mater Studiorum Università di Bologna e tutto il gruppo di finanza aziendale. La responsabilità per eventuali errori e per le opinioni espresse è comunque da attribuire esclusivamente agli autori.

progressivamente a ridursi tale *gap* informativo per fattori del tutto esogeni allo stesso, dovrebbe evidenziarne il suo progressivo venir meno. L'evidenza di Solnik (2000) sembra d'altra parte non appoggiare tale assunto: infatti, analizzando in *time-series* l'*home bias* durante anni caratterizzati per il progressivo contenimento delle asimmetrie informative *cross-country*, la preferenza per il locale sembra continuare a persistere. Supportata da altri autorevoli contributi, alcuni recenti studi si sono spinti persino oltre, corroborando l'esistenza di tale preferenza anche all'interno dei singoli paesi (cosiddetto «local home bias»). In sintesi, le evidenze sembrano convergere avvalorando l'importanza della territorialità e vicinanza spaziale degli investitori nelle loro scelte di investimento. Oggi più che mai appare dunque evidente la necessità di un approfondimento di tali temi da parte della ricerca accademica.

Dopo aver passato in rassegna la letteratura economico-finanziaria sul tema in questione, il presente lavoro è diretto ad investigare il fenomeno del *local home bias* focalizzando l'attenzione non tanto sull'identificazione delle sue possibili cause quanto piuttosto sulla sua esistenza nel nostro paese. L'ipotesi alla base del lavoro è da ricercarsi nel presupposto che la preferenza verso titoli locali, percepiti come più familiari, dovrebbe riflettersi sui valori azionari a causa dei potenziali squilibri che si verrebbero a creare tra domanda ed offerta di titoli nelle singole aree geografiche. Più precisamente, un'offerta di titoli contenuta (elevata) dovuta ad una scarsa (elevata) presenza di società quotate in una determinata zona, contestuale alla presenza di un'elevata (ridotta) domanda degli stessi nella stessa zona, genererebbe una sorta di *price pressure* indotta da un effetto rarità (abbondanza): tale caratteristica sarebbe sufficiente ad accrescere (contenere) il valore di mercato delle società ivi quotate. In altre parole, il *mispricing* dei titoli sarebbe logica conseguenza degli squilibri territoriali ingenerati sui mercati ipotizzati segmentati a livello locale, riconducibile all'impossibilità di trovare libero sfogo all'eccesso di domanda o offerta insoddisfatta territorialmente. L'ipotesi è che gli investitori si mostrerebbero persino disposti a pagare un premio per investire in titoli limitrofi, perdita in conto capitale che avrebbe come contraltare la ridotta asimmetria informativa che sugli stessi verrebbe a gravare. Il presente lavoro è diretto a testare tale ipotesi.

I paragrafi sono così suddivisi. Nel secondo è presentata la rassegna della letteratura inerente al tema in questione, la cui analisi ha consentito di porre in modo adeguato le domande di ricerca che si intendono affrontare in questo lavoro. Nel terzo paragrafo viene descritto il campione analizzato, la costruzione delle variabili impiegate e la metodologia seguita nell'analisi empirica i cui risultati sono riportati nei paragrafi quattro e cinque. Il sesto ed ultimo paragrafo contiene le conclusioni.

2. Rassegna della letteratura

Nonostante i vantaggi che deriverebbero dalla diversificazione internazionale (Grubel 1968; Levy e Sarnat 1970; Solnik 1974; Eldor, Pines e Schwartz 1988; De Santis e Gerard 1997), diversi studi documentano l'eccessivo peso spesso assegnato nei portafogli azionari ai titoli domestici. Gli investitori, infatti, sembrano preferire titoli spazialmente più vicini, in quanto probabilmente reputati più familiari, rispetto a titoli più remoti. Molteplici analisi si sono susseguite verificando tali assunti con riferimento sia a diversi paesi (French e Poterba 1991; Cooper e Kaplanis 1994; Tesar e Werner 1995) sia a diverse tipologie di investitore (professionali: Coval e Moskowitz 1999; 2001; Grinblatt e Keloharju 2000; Hiraki, Ito e Kuroki 2003; individuali: Huberman 2001; Ivkovic e Weisbenner 2005; Bluethgen e Hackethal 2007).

Le spiegazioni addotte al cosiddetto fenomeno dell'*home bias* sono prevalentemente riconducibili alla presenza di barriere ai flussi di capitale, derivanti da maggiori costi di transazione per le operazioni in titoli quotati su mercati esteri, ad asimmetrie *cross-country* nel trattamento fiscale dei proventi delle stesse, a rischi di natura politica, così come ad altri fattori quali il fallimento della *purchasing power parity* e la presenza di asimmetrie legislative. Tali chiavi interpretative si sono però rivelate non del tutto conclusive. L'effetto delle barriere microstrutturali e/o fiscali è stato inizialmente proposto da Black (1974) e Stulz (1981): maggiori costi di transazione sulle operazioni in titoli esteri condurrebbero ad un minore tasso di *turnover* delle componenti non nazionali di portafoglio. D'altra parte, Tesar e Werner (1995) verificano che i tassi di sostituzione dei portafogli in titoli esteri sono più elevati rispetto a quelli domestici. Analogamente, French e Poterba (1991) e Cooper e Kaplanis (1994) evidenziano che i rendimenti differenziali attesi dei titoli domestici sono superiori rispetto a quanto sarebbe auspicabile sulla base di asimmetrie fiscali. Ancora, Frankel (1991) eccepisce che il rischio politico è quantitativamente troppo piccolo per giustificare una consistente preferenza verso titoli locali mentre Adler e Dumas (1983) e Uppal (1993) si concentrano sulle deviazioni dalla PPP che potrebbero determinare un non insignificante effetto di *local bias* dovuto alla propensione degli investitori nei diversi paesi a speculare sull'inflazione domestica. Allo stesso tempo però, Cooper e Kaplanis (1994) dimostrano che l'intensità di tali deviazioni, seppure combinata con l'esistenza di costi fissi connessi all'investimento in titoli esteri, sarebbe sufficiente a spiegare la composizione dei portafogli effettivamente osservata solo condizionatamente ad un livello di avversione al rischio dell'investitore marginale prossimo allo zero. La lettura congiunta di tali studi sembra dunque evidenziare una difficoltà d'interpretazione nel caso in cui ci si limiti a considerare esclusivamente mere spiegazioni che poggiano su funzionamenti di mercato.

Chiavi interpretative più esaurienti sono state proposte in seguito. Il filone delle asimmetrie informative esistenti tra investitori domestici e stranieri è stato inizialmente esplorato da Gehrig (1993) e Kang e Stulz (1997) mentre le conseguenze di una migliore informazione *within-countries* rispetto a quella *between-countries* è stata teorizzata e poi testata in un famoso articolo di Brennan e Cao (1997). Per citare alcuni lavori tra più recenti su questo tema, Shukla e Van Inwegen (1995) mostrano che i *money-managers* inglesi ottengono risultati peggiori di quelli statunitensi quando scelgono titoli statunitensi. Sulla stessa linea, Hau (2001), analizzando i flussi di *trading* su azioni di 756 investitori professionali localizzati in 23 differenti città di 8 paesi europei, mostra come i domestici, definiti come i *traders* localizzati in Germania e/o in città fuori dalla Germania ma di lingua tedesca, ottengano maggiori profitti rispetto a quelli stranieri soprattutto nel caso in cui questi siano localizzati nelle vicinanze della sede della società emittente. Sulla stessa linea, Choe, Kho, e Stulz (2005) in Korea e Dvorak (2005) in Indonesia trovano che gli investitori stranieri tendono a concludere transazioni pareto-inferiori rispetto agli investitori domestici mentre Bae, Stulz, e Tan (2008) verificano che gli analisti locali sono sistematicamente più precisi. Al tempo stesso, considerando il Giappone, si ottengono risultati diametralmente opposti, fatto che sembra riaprire nuovamente la questione che sembrava ormai per certi versi risolta (Kang e Stulz 1997). Grinblatt e Keloharju (2000) e Seasholes (2000) esplorano i motivi delle eventuali migliori performance realizzate sui titoli locali identificando nelle migliori risorse e nelle maggiori competenze la causa del divario. Più specificatamente Grinblatt e Keloharju (2000), usando le negoziazioni giornaliere sui titoli emessi dalle 16 maggiori imprese Finlandesi su un orizzonte temporale di due anni, trovano che le istituzioni finanziarie, siano esse straniere o domestiche, comprano titoli che rendono di più nei 120 giorni di mercato aperto rispetto a quelli acquistati dagli investitori *retail* domestici. Seasholes (2000) invece documenta che in Taiwan mentre gli investitori stranieri negoziano in anticipo rispetto alle buone o cattive notizie sugli utili, gli investitori locali sembrano invece comportarsi all'opposto. Alle stesse conclusioni pervengono Froot, O'Connell, e Seasholes (2001) e Froot e Ramadorai (2008) considerando contemporaneamente diversi paesi.

Nel complesso emerge dunque una comunque evidente difficoltà d'interpretazione di tali fenomeni che ha portato a modificare l'approccio metodologico utilizzato che ha sempre più prevalso a focalizzarsi su unità di analisi limitate ai singoli paesi. In questo modo, si appare maggiormente in grado di ricostruire casi «di laboratorio» in cui possa maggiormente valere una situazione di contesto *coeteris paribus* sempre più cara ai ricercatori in discipline economiche. In tal senso Coval e Moskowitz (1999) trovano che gli investitori professionali statunitensi tendono a sovra-investire nelle azioni di quelle imprese la cui sede all'interno del paese è più vicina. Una tale tendenza sa-

rebbe responsabile per circa un terzo dell'*home bias* osservato per i portafogli azionari. Similmente Huberman (2001) trova una concentrazione locale degli azionisti delle sette *U.S. Regional Bell Operating Companies* non esistente per le altre «baby Bell» anche se quotate sul medesimo segmento del mercato mobiliare. In un successivo contributo, ancora Coval e Moskowitz (2001) si spingono oltre evidenziando come la distanza che intercorre tra la sede dell'impresa emittente e la residenza del gestore del fondo è importante nel determinare la sua capacità di performance. Gli investimenti familiari, ossia più vicini, genererebbero infatti extra-rendimenti sistematicamente positivi. A conferma di ciò Ivkovic e Weisbenner (2005) verificano che il sotto campione d'investitori (17% dell'intero campione) che considera quale unico investimento fattibile le imprese locali, identificate come quelle localizzate a meno di 250 miglia dalla propria abitazione, ottengono *ceteris paribus* un extra-rendimento annuo mediamente superiore al 3%. Tale performance è maggiore per le società non ricomprese nello S&P500 e quindi meno visibili. Il *local home bias* sarebbe dunque effettivamente dettato dall'intento di sfruttare vantaggi informativi legati alla vicinanza. Hong, Kubik, e Stein (2004; 2005) mostrano che le scelte d'investimento sono influenzate dalle interazioni sociali. Tale scelta sarebbe causata da un epidemico minor costo di partecipazione al mercato, in termini comparativi più elevato per gli investitori professionali e più contenuto per l'investitore *retail*. In un successivo contributo Hong, Kubik, e Stein (2008) forniscono prova del fatto che tale preferenza per il locale genera una sorta di «only game in town», secondo il quale il prezzo di mercato delle azioni delle società è influenzato dallo squilibrio tra la domanda locale e l'offerta locale di titoli. Più specificatamente, come *proxy* dell'offerta locale di titoli gli autori considerano il valore aggregato del *book value* dell'*equity* di tutte le imprese quotate e aventi la propria sede legale in una determinata area, che assumono la qualifica di «locali», e come domanda locale il valore aggregato del reddito disponibile prodotto dalle famiglie residenti nella medesima area. *Ceteris paribus*, le imprese non finanziarie situate in aree geografiche caratterizzate da elevati rapporti tra offerta locale e domanda locale di titoli presentano minori *market-to-book ratio* confermando l'ipotesi di ricerca.

Il presente contributo si inserisce in questo dibattito, e, utilizzando il *framework* di riferimento di questi ultimi autori, intende verificare la presenza del fenomeno del *local home bias* nel mercato azionario italiano che sembra caratterizzarsi per la presenza di significativi squilibri tra domanda ed offerta di titoli nei mercati segmentati a livello regionale.

3. Dati e Metodologia

3.1. Fonti dei dati

Al fine della presente analisi si è reso innanzitutto necessario incrociare due tipologie di fonti informative, una di tipo demografico riguardante la distribuzione territoriale della popolazione italiana, della sua ricchezza ecc., e l'altra relativa alla distribuzione territoriale delle società quotate italiane. Con riferimento alla prima si sono utilizzate *i*) le banche dati storiche prodotte dall'Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), disponibili all'Url www.istat.it nella sezione *Dati e prodotti/Tavole di dati* e *ii*) il Rapporto Unioncamere, anni 2007-2009, disponibili all'Url www.unioncamere.it nella sezione *Centro studi*. Il presente contributo si riferisce principalmente al 2006, anno più recente in cui si rendevano disponibili tutti i dati necessari ai fini dell'analisi proposta. Tuttavia la robustezza dei risultati è stata altresì verificata con riferimento al 2005. I dati relativi alle società quotate sono stati ottenuti consultando il *database* della Consob, disponibile all'Url www.consob.it alla sezione *Emittenti/Società quotate/Azionariato*, la banca dati *Osiris* di *Bureau Van Dijk* ed il *database* finanziario *Datastream* di *Thompson Financial*. Più specificatamente, dal *database* Consob è stato ricavato l'elenco di tutte le imprese aventi azioni quotate alla Borsa Valori di Milano al 31 dicembre 2005 e 2006, da *Osiris* sono stati raccolti i dati relativi alla sede legale, ai mercati di quotazione delle azioni emesse e al settore industriale di appartenenza e da *Datastream* i dati sulla base dei quali sono state costruite tutte le restanti variabili impiegate nell'analisi. Il campione utilizzato è stato infine ristretto a quelle imprese che avevano azioni ordinarie quotate alla Borsa Valori di Milano e sede legale nel territorio italiano¹. Per ciascuna delle imprese facenti parte del campione di analisi, prendendone a riferimento la sede legale, ovvero per ogni città capoluogo di regione, sono state altresì raccolte le coordinate geografiche di latitudine e di longitudine, sfruttando l'applicativo *internet* di *Google Maps*.

¹ Le società emittenti azioni quotate alla Borsa Valori di Milano al 31 dicembre 2005 ed al 31 dicembre 2006 sono risultate rispettivamente 268 e 284, tutte aventi sede legale in Italia. Il Banco di Sardegna S.p.A. e la IFI S.p.A. – Istituto Finanziario Industriale – sono state escluse dall'analisi poiché quotavano rispettivamente soltanto le proprie azioni di risparmio non convertibili e le proprie azioni privilegiate. La CIT S.p.A. – Compagnia Italiana Turismo e la Spoleto Crediti e Servizi Scrl – sono state escluse dal campione in quanto le azioni ordinarie emesse risultavano sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato, rispettivamente dall'11 maggio 2005 e dal 5 gennaio 1987.

3.2. Metodologia e definizione delle variabili

La variabile dipendente chiave del presente lavoro è il rapporto tra il valore di mercato (*MV*) e il valore contabile (*BV*) dell'*equity* d'impresa, ossia il *market-to-book ratio* (*Datastream datatype: MTBV*). La variabile indipendente di maggiore interesse è rappresentata dallo squilibrio tra domanda e offerta di titoli azionari ordinari in una determinata area geografica, definita dal rapporto della seconda rispetto alla prima e denominata da qui in avanti *RATIO*. Definita l'area geografica di riferimento (per esempio regione e/o ripartizione territoriale di primo livello)², l'offerta locale di titoli è stata approssimata dal valore aggregato del valore contabile delle azioni emesse da tutte le imprese facenti parte del campione aventi sede legale al suo interno. La domanda locale di titoli è stata invece approssimata dal valore aggregato del Reddito Disponibile delle famiglie ivi residenti³. In fase di descrizione del campione di analisi, alla variabile *RATIO* si è deciso di affiancare la variabile *Eccesso di Domanda*, definita dal rapporto tra la domanda locale di titoli ordinari ed uno più l'offerta locale degli stessi così come precedentemente definite. Quest'ultima pur avendo meno desiderabili qualità statistiche che ne hanno escluso l'utilizzo in sede di analisi multivariata, presenta il vantaggio di rendere tra loro distinguibili in base alla più o meno elevata domanda di titoli azionari quelle aree geografiche non popolate da imprese aventi azioni

² Al fine della definizione delle aree geografiche di riferimento si è utilizzata la Nomenclatura delle Unità Territoriali Statistiche (NUTS). Quest'ultima, basandosi sulla popolazione residente, identifica la ripartizione geografica del territorio dell'Unione Europea da utilizzarsi a fini statistici. Il territorio di ogni Stato Membro (NUTS0) è diviso dai codici NUTS su ulteriori tre livelli, che per il caso italiano sono i seguenti: NUTS1 – suddivisione in aree geografiche, NUTS2 – suddivisione coincidente con le regioni, NUTS3 – suddivisione coincidente con le province. Più specificatamente, la ripartizione di primo livello identifica all'interno del territorio italiano le seguenti cinque aree: Nord-ovest (Valle d'Aosta, Piemonte, Lombardia, Liguria), Nord-est (Friuli Venezia Giulia, Veneto, Trentino Alto Adige, Emilia Romagna), Centro (Toscana, Marche, Lazio, Umbria), Sud (Abruzzo, Molise, Campania, Basilicata, Puglia, Calabria), Isole (Sicilia, Sardegna).

³ Le banche dati prodotte dall'ISTAT forniscono i dati su base regionale mentre il rapporto di Unioncamere su base provinciale. Eccezione in questo senso è rappresentata dalle due province autonome di Trento e Bolzano-Bozen alle quali, ai sensi del Regolamento del Parlamento europeo n. 1059/2003, è riconosciuto il formale rango delle altre diciannove regioni italiane. I dati riferiti alla regione del Trentino Alto Adige sono stati pertanto ottenuti aggregando i dati disponibili in relazione alle due province di cui sopra. In entrambe le fonti utilizzate, il Reddito Disponibile è la risultante delle seguenti operazioni: Risultato Lordo di Gestione + Reddito Misto + Reddito da Lavoro Dipendente + Redditi da Capitale Netti (= Reddito Primario) – Imposte Correnti – Contributi Sociali + Prestazioni Sociali + Altri Trasferimenti Netti. Per un approfondimento in merito si veda la *Nota metodologica* dell'ISTAT.

quotate, altrimenti caratterizzate da un medesimo valore nullo della variabile *RATIO*.

In contesto di analisi multivariata, tra le variabili esplicative del *market-to-book ratio*, oltre al *RATIO*, sono state incluse a titolo di controllo una misura della profittabilità del capitale azionario (*ROE*), una misura delle future opportunità di crescita (*CAPEX/Total Assets*), una misura della dimensione d'impresa (il logaritmo naturale del valore di mercato della stessa, per esempio $\ln(MV)$), ed un insieme di variabili *dummy* settoriali (*Industry*), basate sulla prima e seconda cifra dello *Standard Industrial Classification Code (SIC Code)*⁴. Mentre per il *ROE* e la variabile *CAPEX/Total Assets* è ragionevole attendersi un rapporto di causazione marginale positivo con la variabile dipendente, la relazione esistente tra il *market-to-book ratio* e la variabile dimensione di impresa ($\ln(MV)$) appare difficilmente prevedibile *ex-ante*. Da un lato, infatti, esistono note evidenze empiriche (si veda lo studio più autorevole, Fama e French 1992) dell'esistenza di un premio di mercato positivo per le imprese di minori dimensioni (*Small firm effect*) che suggerirebbe una relazione nel nostro caso, *ceteris paribus*, negativa tra le variabili di interesse. Dall'altro, tale relazione non sembra altrettanto evidente nel nostro paese (Barontini 1996; 1997). Con riferimento a questo studio occorre tra l'altro aggiungere, che le imprese a maggiore capitalizzazione, essendo con ogni probabilità anche le più conosciute o «visibili», dovrebbero risentire in modo meno accentuato della segmentazione di mercato. Infatti, dal momento che con ogni probabilità sia la domanda sia l'offerta delle azioni emesse da imprese meno visibili dovrebbero avere un carattere maggiormente territo-

⁴ L'introduzione nel modello di un sistema di effetti fissi a livello di settore industriale pare plausibile almeno per due ordini di motivi: il primo di carattere più generico, il secondo prettamente specifico al fenomeno investigato. In generale, trattandosi di un'analisi di tipo *cross-section* che per di più coinvolge valori contabili, appare opportuno verificare che un elevato/basso valore medio del *market-to-book ratio* non sia da attribuirsi ad una sopra/sotto-valutazione *time-specific* del settore di appartenenza dell'impresa emittente, ovvero a differenze sistematiche nella struttura contabile delle società che operano in diverse aree di *business*. In secondo luogo controllare per la consistenza di effetti fissi a livello di settore industriale permette di gettare luce sulla possibile natura endogena della relazione investigata, ipotizzabile in considerazione del fatto stilizzato per il quale le imprese operanti nel medesimo *business* tendono a localizzarsi nella stessa area geografica. Tale tendenza può essere più (cfr. Effetto conglomerazione) o meno (cfr. Imprese fornitori di acqua) derivante da una precisa scelta imprenditoriale. In entrambi i casi, se non fossero considerati effetti di settore laddove statisticamente significativi, si genererebbe una bi-direzionalità della causalità della relazione chiave investigata, che porterebbe a una distorsione della stima della stessa. Infatti, non sarebbe la localizzazione dell'impresa (per esempio *RATIO*) a generare un certo effetto sulla profittabilità della stessa (per esempio *market-to-book ratio*), ma sarebbe l'area di *business* (per esempio *Industry*), a determinarne la localizzazione (per esempio *RATIO*) e quindi la profittabilità (per esempio *market-to-book ratio*).

riale rispetto ad imprese più visibili e poiché il carattere di visibilità è associabile anche alla dimensione dell'impresa, sembrerebbe auspicabile attendersi un minor effetto del *RATIO* sulla variabile dipendente nel caso di imprese a minor capitalizzazione⁵. Pertanto, data l'importanza di testare empiricamente tale assunzione, si è stabilito nel seguito del lavoro di distinguere le imprese visibili da quelle non visibili attraverso la creazione di una variabile *dummy LargeCap* che assume valore uno nel caso in cui la capitalizzazione di mercato dell'impresa (*MV*) è maggiore della mediana *cross-section* e zero altrimenti (per esempio per le *SmallCap*). La medesima ipotesi è stata anche verificata tramite l'utilizzo di un'ulteriore variabile *dummy* definita *dummy S&PMIB*, che assume valore uno nel caso in cui l'impresa considerata faccia parte del paniere componente l'indice S&P MIB al 31 Dicembre 2006 e zero altrimenti. La variabile *S&PMIB*, a differenza della variabile *LargeCap*, oltre a garantire una definizione di visibilità più puntuale ed esogena al modello, consente al contempo di verificare se il mercato dei titoli emessi da quelle imprese che con più probabilità sono considerate «riferimenti» nazionali, sia effettivamente soggetta a segmentazione locale, oppure, come conseguente all'impianto di ipotesi proposto, sia di natura sostanzialmente omogenea su tutto il territorio nazionale.

Nello stimare i modelli di regressione utilizzati nell'analisi sono state distinte le imprese di tipo finanziario da quelle di tipo non finanziario, attraverso l'utilizzo di un'ulteriore variabile *dummy* denominata *Financial*, che assume valore uno se la prima cifra del *SIC Code* dell'impresa è pari 6 e zero altrimenti. Tale accorgimento trova il proprio presupposto nell'ipotesi secondo cui la familiarità dell'investitore con le imprese finanziarie pur potendo comunque essere sempre legata al territorio, non sia necessariamente associabile alla sede legale quanto piuttosto ad esempio, nel caso delle banche quotate, al radicamento territoriale delle filiali rispetto all'investitore. Pertanto, per quanto osservato, per il sottocampione delle imprese non finanziarie (*No Financial*) ci si attende di osservare una più consistente relazione di causazione tra la variabile *RATIO* e la variabile dipendente rispetto a quanto accade con riferimento al sottocampione delle imprese finanziarie (*Financial*).

⁵ Dal lato della domanda operano micro-fattori quali la familiarità con l'emittente, basti pensare ad aziende quali FIAT S.p.A. ed ENEL S.p.A. di fatto monopoli rispettivamente del mercato delle auto e della fornitura dei servizi elettrici, sul territorio nazionale, ovvero fattori strutturali quali l'operato di tutti quegli investitori istituzionali aventi come obiettivo minimo di gestione del risparmio la replica del rendimento dell'indice di mercato. Dal lato dell'offerta un ruolo chiave può invece essere giocato dalle modalità di *placement* dei nuovi titoli emessi: di fronte a rilevanti sottoscrizioni di nuovo capitale è prassi delle imprese emittenti appoggiarsi, per il tramite della cosiddetta banca-capofila, a un consorzio d'istituti finanziari, i quali finiscono per re-distribuire l'offerta di titoli su tutto il territorio nazionale.

È utile sottolineare il fatto che *RATIO* è stato anche ricalcolato escludendo dal numeratore il *book value* dell'*equity* dell'impresa di volta in volta considerata secondo la metodologia di Hong *et al.* (2008). Tale aggiustamento si è reso necessario al fine di evitare effetti spuri artificialmente derivanti non tanto dalla consistenza delle dinamiche poste sotto osservazione, quanto piuttosto dalla contemporanea presenza del valore contabile dell'*equity* dell'impresa considerata, sia a denominatore della variabile dipendente, per esempio il *market-to-book ratio*, sia al numeratore della relativa variabile esplicativa, per esempio *RATIO*.

Al fine di garantire la robustezza dei risultati ottenuti, con riferimento al sottocampione delle imprese non finanziarie, l'analisi proposta è stata nuovamente eseguita considerando: *i*) l'insieme delle imprese aventi azioni ordinarie quotate alla Borsa Valori di Milano al 31 dicembre 2005 invece che a fine 2006; *ii*) il logaritmo naturale del *market-to-book ratio* piuttosto che la variabile assoluta; *iii*) una nuova specificazione della variabile *RATIO* (*RATIO**), ottenuta ricalcolandone il numeratore come valore aggregato regionale della media annua, ovvero riferita all'eventuale minore periodo di stima disponibile per le ventitré imprese quotate nel 2006, della capitalizzazione di mercato dell'impresa di volta in volta considerata; *iv*) una nuova specificazione della variabile *RATIO* (*RATIO***), ottenuta ricalcolando il denominatore considerando il reddito investito in capitale di rischio dalla popolazione nella regione piuttosto che il reddito complessivo. Infine, sempre con riferimento al sottocampione delle imprese non finanziarie, l'analisi proposta è stata nuovamente eseguita stimando l'influenza delle variabili esplicative sul valore atteso considerato non più in termini di effetto medio quanto piuttosto su determinati quantili (regressione quantile): in particolare il 20-esimo, il 50-esimo e l'80-esimo quantile del coefficiente. Quest'ultimo metodo di stima, giacché non parametrico, permette di tenere congiuntamente in considerazione sia la presenza di eventuali *outliers* sia il differente grado di asimmetria che può caratterizzare la relazione tra le variabili di interesse.

4. La segmentazione territoriale del mercato per i titoli azionari

4.1. La domanda e l'offerta locale di titoli azionari

Per introdurre in modo efficace e intuitivo il fenomeno che s'intende investigare, si è ritenuto opportuno inizialmente visualizzare i principali indicatori con riferimento al campione oggetto di indagine. La figura 1 e la tabella 1 forniscono un primo quadro d'analisi.

I primi due quadranti di figura 1 riportano rispettivamente la localizzazione della sede legale delle società rientranti nel campione (in alto a sinistra)

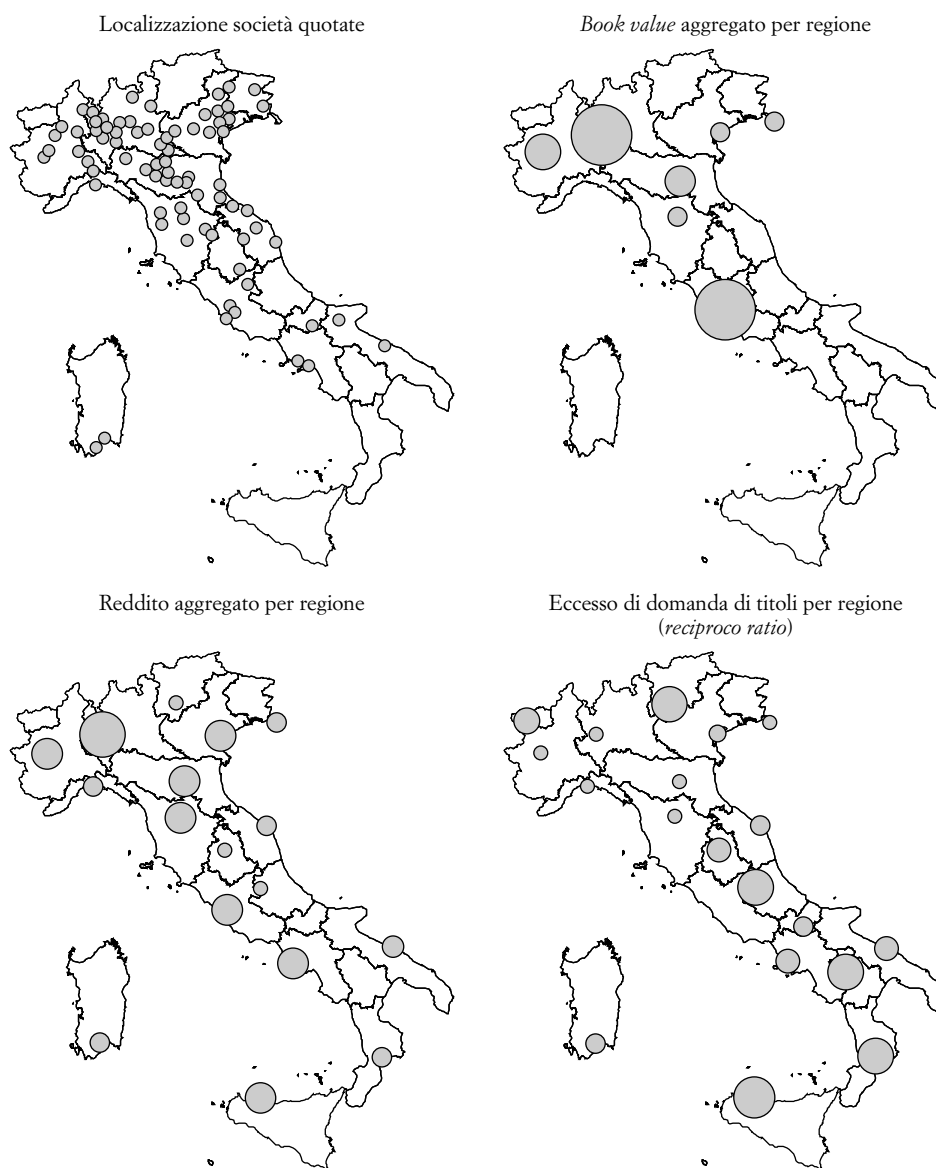


FIG. 1. La geografia delle società quotate e del reddito disponibile.

La figura 1 riporta la localizzazione della sede legale delle società aventi azioni ordinarie quotate alla Borsa Valori di Milano al 31 dicembre 2006 (I Quadrante); l'offerta locale di titoli azionari, definita dal valore aggregato del *book value* valore contabile delle azioni ordinarie risultate emesse al 31 dicembre 2006 dalle imprese aventi sede legale all'interno di ciascuna regione del territorio italiano (II Quadrante - BV Aggregato (/000,000 €)); la domanda locale di titoli azionari, definita dal Reddito Disponibile aggregato dei residenti in ciascuna regione del territorio italiano (III Quadrante - Reddito Disponibile Aggregato (/000,000 €)); il valore dell'eccesso regionale di domanda di titoli azionari definito da: $\text{Reddito Disponibile Aggregato (/000,000 €)} / (1 + \text{BV Aggregato (/000,000 €)})$ (IV Quadrante - Eccesso di Domanda). Il Reddito Disponibile della famiglia *i-esima* è la risultante delle seguenti operazioni: Risultato Lordo di Gestione + Reddito Misto + Reddito da Lavoro Dipendente + Redditi da Capitale Netti (= Reddito Primario) - Imposte Correnti - Contributi Sociali + Prestazioni Sociali + Altri Trasferimenti Netti (fonte: ISTAT). Le regioni del territorio italiano sono state identificate in base ai codici NUTS2. I *blue-dot* rappresentanti grandezze calcolate su base regionale sono situati in corrispondenza del capoluogo della regione.

TAB. 1. *Statistiche descrittive*

Area Geografica	Numero di imprese	BV Aggregato (/000,000 €)	Reddito Disponibile		Pro capite (€)	Eccesso di Domanda	RATIO
			Aggregato (/000,000 €)	sul Totale Nazionale (%)			
Sicilia	0	0	62045	6.11	12,366	62044,500	0
Calabria	0	0	24996	2.46	12,490	24996,000	0
Trentino Alto Adige	0	0	19857	1.96	20,157	19856,900	0
Abruzzo	0	0	18991	1.87	14,524	18991,400	0
Basilicata	0	0	7982	0.79	13,468	7982,1000	0
Valle d'Aosta	0	0	2623	0.26	21,084	2622,6000	0
Campania	2	169	70269	6.93	12,134	412,51208	0.0024099
Puglia	2	272	51944	5.12	12,761	190,61552	0.0052269
Umbria	1	167	15180	1.50	17,440	90,376721	0.0109989
Molise	2	191	4508	0.44	14,065	23,531395	0.0422746
Marche	5	1684	27471	2.71	17,926	16,301469	0.0613078
Sardegna	2	1529	23252	2.29	14,027	15,192841	0.0657775
Liguria	5	2889	31053	3.06	19,299	10,745685	0.0930284
Veneto	22	11059	90473	8.92	19,023	8,1803883	0.1222325
Emilia Romagna	37	15110	88867	8.76	21,133	5,8810974	0.1700250
Toscana	16	14057	69553	6.85	19,165	4,9477370	0.2020982
Piemonte	29	35133	86209	8.50	19,830	2,4537328	0.4075307
Friuli Venezia Giulia	6	13308	23221	2.29	19,183	1,7447857	0.5730932
Lombardia	119	116155	196351	19.35	20,647	1,6904158	0.5915653
Lazio	32	129266	99815	9.84	18,487	0,7721646	1.2950506
Nord-est	65	39476	222417,4	21.92	19,926	5,6341020	0.1774861
Nord-ovest	153	154176	316235,3	31.17	20,283	2,0511168	0.4875361
Centro	54	145174	212019	20.90	18,547	1,4604405	0.6847202
Sud	6	631	263987,4	26.02	12,717	417,42129	0.0023919
Isole	2	1529	85296,9	8.41	13,196	55,731979	0.0179313
Italia	280	340987	1014659,1	100.00	17,214	2,9756470	0.3360604

La tabella 1 fornisce l'analisi statistica della distribuzione territoriale delle società aventi azioni ordinarie quotate alla Borsa Valori di Milano al 31 dicembre 2006 e quella del Reddito Disponibile. BV Aggregato (/000,000 €) definisce l'offerta locale di titoli, ed è pari al valore aggregato del valore contabile delle azioni ordinarie risultate emesse al 31 dicembre 2006 dalle imprese aventi sede legale all'interno dell'area geografica considerata, valori in milioni di euro. Il valore contabile delle azioni ordinarie emesse a livello di singola impresa (BV) è stato calcolato dall'inverso del *market-to-book ratio* (Datastream datatype: MTBV) moltiplicato per il valore di mercato delle stesse (Datastream datatype: MV). Reddito Disponibile definisce la domanda locale di titoli, ed è pari al valore aggregato del reddito disponibile dei residenti in ciascun'area geografica; valori espressi in milioni di euro (Aggregato/000,000 €)), in percentuale rispetto al totale nazionale (sul Totale Nazionale(%)), in rapporto al numero dei residenti (Pro capite(€)). Il Reddito Disponibile della famiglia i-esima è la risultante delle seguenti operazioni: Risultato Lordo di Gestione + Reddito Misto + Reddito da Lavoro Dipendente + Redditi da Capitale Netti (= Reddito Primario) - Imposte Correnti - Contributi Sociali + Prestazioni Sociali + Altri Trasferimenti Netti (fonte: ISTAT). Eccesso di Domanda è definito da: Reddito Disponibile Aggregato (/000,000 €)/(1+ BV Aggregato (/000,000 €)). RATIO è definito da: BV Aggregato (/000,000 €)/Reddito Disponibile Aggregato (/000,000 €). La variabile Area Geografica è definita dai codici NUTS1 e NUTS2 (Regioni). I NUTS1 identificano le seguenti cinque aree: Nord-ovest (Valle d'Aosta, Piemonte, Lombardia, Liguria), Nord-est (Friuli Venezia Giulia, Veneto, Trentino Alto Adige, Emilia Romagna), Centro (Toscana, Marche, Lazio, Umbria), Sud (Abruzzo, Molise, Campania, Basilicata, Puglia, Calabria), Isole (Sicilia, Sardegna). Le regioni sono state ordinate in ordine crescente del RATIO.

ed il *book value* (BV) delle stesse aggregato su base regionale. Questi due indicatori, frequenza e valore aggregato, forniscono una stima dell'offerta «locale», in questo caso regionale, di titoli azionari⁶. Come si evince da figura 1, le imprese analizzate tendono a localizzarsi prevalentemente nell'area settentrionale del paese, ove ha sede oltre il 75% (77,86%) dell'intera popolazione. La Lombardia è la regione in questo senso più popolata (42,5% del totale). Dati puntuali sono forniti in tabella 1. L'Emilia Romagna è invece la seconda regione a contraddistinguersi per la presenza di società quotate (37 imprese pari al 13% del totale) distribuite attorno all'arteria romana della via Emilia. Nell'area centro-meridionale l'unica area in grado di catalizzare un numero non irrilevante di società quotate è il Lazio, ove risiede più di una società su 10 (32 imprese pari all'11% del campione). Questo risultato appare ovviamente conseguenza della presenza della capitale, sono infatti ben 31 le società quotate aventi sede a Roma, e dell'importanza di quest'ultima per il tessuto economico del paese, soprattutto con riferimento alle società controllate e/o partecipate dalla pubblica amministrazione che costituiscono una non irrilevante componente dell'universo delle società quotate italiane⁷. Fatta eccezione per il Lazio, nelle altre regioni meridionali e nelle isole non si registra alcuna osservazione (Sicilia, Calabria, Abruzzo e Basilicata), ovvero la presenza di massimo due imprese (Sardegna, Campania, Molise e Puglia). Questa prima approssimativa analisi grafica, accompagnata da quanto emerge nel secondo quadrante di figura 1, rende già da sola evidente l'elevata disomogeneità territoriale nell'offerta di titoli azionari che caratterizza il nostro paese. Il secondo quadrante di figura 1 rappresenta, attraverso una trasformata al fine di rendere più chiara la visualizzazione, il valore contabile aggregato per regione del capitale azionario delle società ivi localizzate. Le conclusioni appena riportate possono essere pedissequamente riprodotte con riferimento a questa variabile⁸.

Nel terzo quadrante di figura 1 è invece riportato l'aggregato del red-

⁶ I *blue-dot* rappresentanti grandezze calcolate su base regionale sono situati in corrispondenza del capoluogo della regione.

⁷ Le società del campione 2006 direttamente controllate o direttamente partecipate, in misura superiore al 2% del capitale con diritto di voto, da enti appartenenti alla Pubblica Amministrazione sono rispettivamente 14, pari al 5%, e 22, pari al 7,86% del totale. Di queste, le società aventi sede in Roma ammontano rispettivamente al 42,86% e al 31,82% (rispettivamente 6 e 7 imprese). Per approfondimenti in tal senso si veda l'archivio Consob relativo alle partecipazioni rilevanti, consultabile all'URL: www.consob.it.

⁸ I *blue-dot* assumono dimensioni maggiori in corrispondenza della Lombardia nel nord dell'Italia e del Lazio nel centro-sud. Significativi sono anche i valori del Veneto, della Toscana, del Piemonte e dell'Emilia Romagna. Particolarmente elevato risulta il valore del Friuli Venezia Giulia sebbene le imprese quotate aventi sede legale in regione sono solamente sei, dunque assai rilevanti da un punto di vista dimensionale.

dito disponibile delle famiglie residenti all'interno di ciascuna regione. Tale dato è stato utilizzato per approssimare la capacità dell'investitore marginale ad assumere rischi, e quindi, in definitiva, di domandare titoli. Al contrario delle disparità emerse in relazione all'offerta locale di azioni quotate, la ricchezza, come noto, appare più equamente distribuita sul territorio nazionale, pur evidenziandosi comunque anche in questo caso una certa concentrazione nell'area settentrionale. Quanto fino ad ora osservato sulla base del confronto dei risultati dei diversi quadranti di figura 1, suggerisce l'esistenza di un significativo e disomogeneo disequilibrio regionale tra potenziale domanda, equamente diffusa, ed offerta, più concentrata, di titoli quotati. Ovviamente, tale situazione rappresenta una pre-condizione al fine di condurre proficuamente analisi empiriche di questo tipo. Il quarto quadrante di figura 1 (in basso a destra) è diretto ad evidenziare tali squilibri. La tabella 1, penultima colonna, ne fornisce una quantificazione numerica. La dimensione dei *blue-dot*, che rappresenta l'eccesso locale, in tal caso regionale, della domanda rispetto all'offerta di titoli azionari ordinari quotati (*Eccesso di Domanda*), appare marcatamente superiore nelle regioni meridionali ed insulari. Escludendo le regioni «prive» di società quotate, ad eccezione delle regioni a statuto speciale del Trentino Alto Adige e della Valle d'Aosta tutte comunque appartenenti a tali aree del paese, la domanda di titoli «non esaudita» delle sette regioni caratterizzate dalla presenza di almeno cinque società quotate rappresenta più del 97% dell'eccesso di domanda nazionale. Se si considerano solo le regioni appartenenti alle aree insulari e del centro-sud Italia, tale statistica decresce fino al 96%. È evidente che se venisse confermata una sopra-valutazione dei titoli emessi dalle società localizzate nelle aree geografiche caratterizzate da un eccesso di domanda per gli stessi, determinanti implicazioni di *policy* potrebbero scaturirne. Ad esempio, nel caso di prima quotazione in borsa da parte di un'impresa localizzata in aree prive di società quotate, essendo per detti titoli più probabile un maggior gradimento da parte del pubblico dei risparmiatori, verrebbe a diminuire il rischio di fallimento dell'offerta risultando quindi più probabile anche il successo di collocamenti a premio. Analogamente, in caso di aumento di capitale sarebbe possibile raccogliere denaro, *ceteris paribus*, a condizioni più vantaggiose, con conseguente decremento del costo del capitale aziendale in entrambe le situazioni. Queste considerazioni non fanno altro che accrescere l'interesse per l'analisi multivariata i cui risultati sono di seguito illustrati.

4.2. Determinanti della variabile *RATIO*

Come osservato nella sezione metodologica, la variabile chiave dell'analisi è la variabile *RATIO* definita come rapporto tra valore aggregato del *book*

TAB. 2. La variabile *RATIO* e la densità di popolazione

Logaritmo naturale	<i>RATIO</i>	<i>Book Value</i> Regionale Pro capite	Reddito Disponibile Regionale Pro capite
	(1)	(2)	(3)
Ln(Densità di Popolazione)	0.153** (2.00)	0.004* (1.91)	0.000 (0.21)
Costante	-0.627* (-1.80)	-0.018* (-1.76)	0.015** (2.27)
Num. Osservazioni	20	20	20
Adj. R ²	0.207	0.202	0.003

Il logaritmo naturale del (1) *RATIO*, del (2) *Book Value* Regionale Pro capite e del (3) Reddito Disponibile Regionale Pro Capite sono regrediti contro la costante e il logaritmo naturale della densità della popolazione della regione. Il logaritmo naturale del *Book Value* Regionale Pro capite e del Reddito Disponibile Regionale Pro Capite, sono ottenuti applicando il logaritmo naturale rispettivamente al numeratore (BV Aggregato (/000,000 €)) e al denominatore (Reddito Disponibile Aggregato (/000,000 €)) del *RATIO* precedentemente divisi per la popolazione residente nella regione considerata (fonte: ISTAT). La densità di popolazione è definita dal numero di abitanti residenti nell'area geografica considerata, per kilometro quadrato della stessa (fonte: ISTAT). *, ** e *** denotano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%. *Standard errors* riportati fra parentesi.

value dell'*equity* di tutte le società quotate localizzate in una certa area geografica ed il valore aggregato del reddito disponibile prodotto dalle famiglie residenti all'interno della medesima area. Considerando esogeno il processo di localizzazione, cioè il numero d'impresе quotate aventi sede nell'area geografica di volta in volta considerata, appare ragionevole ipotizzare che il *RATIO* possa dipendere non solamente dagli eventuali squilibri esistenti tra domanda ed offerta territoriale dei titoli quanto anche dalle caratteristiche demografiche dell'area analizzata. Detto in altri termini, la variabile *RATIO* potrebbe essere interamente determinata unicamente dal lato della domanda, che, per come approssimata, aumenta, *ceteris paribus*, al crescere della superficie dell'area geografica considerata e/o della popolazione ivi residente. Per evitare il rischio di relazioni di tipo spurio e per una migliore comprensione dei fattori che influenzano tale variabile, ovvero della sua abilità nel catturare la «territorialità» delle società quotate, nella tabella 2 ne è presentata un'analisi sintetica che ne chiarisce la natura. Più specificatamente la trasformata logaritmica del *RATIO* e le sue componenti «impresе» e «reddito», rispettivamente il logaritmo naturale del *book value* pro capite ed il logaritmo naturale del reddito disponibile pro capite, sono state poste in relazione con la (trasformata logaritmica della) densità della popolazione dell'area geografica di volta in volta considerata⁹. In tal modo è possibile comprendere la quota della varianza del *RATIO* derivante da ciascuno di tali fattori.

⁹ Per isolare tali due componenti sono necessari solo alcuni elementari passaggi algebrici.

Il Modello 1 di tabella 2 evidenzia che il logaritmo del *RATIO* è positivamente e significativamente correlato ($t - stat = 2.00$) con il logaritmo naturale della densità della popolazione. Tale risultato conferma la consistenza di una relazione già peraltro informalmente osservabile da tabella 1: la densità delle sei regioni più «popolate» da imprese quotate risulta, infatti, pari a circa due volte e mezzo quella delle corrispondenti sei regioni meno «popolate» (103 abitanti/Kmq per queste ultime contro i 250 abitanti/Kmq per le prime; dati non riportati)¹⁰. Le aree più densamente popolate sono pertanto quelle caratterizzate da un maggiore eccesso di offerta di titoli. Tale evidenza non chiarisce tuttavia la direzionalità della relazione esistente fra le variabili in oggetto. I risultati ottenuti dai Modelli 2 e 3 aiutano a fornire risposta a tale quesito. Mentre la «componente imprese» del *RATIO* continua ad essere positivamente e significativamente influenzata dalla densità della popolazione ($t - stat = 1.91$), la «componente reddito» risulta non significativamente determinata dalla densità della popolazione. Complessivamente appare quindi possibile affermare come al crescere della densità di popolazione la variabile *RATIO* aumenti non già per dinamiche connesse alle caratteristiche dell'area geografica considerata, sebbene ovviamente da queste non possa prescindere secondo quanto segnalato anche dal Modello 1. In altre parole e secondo quanto evidenziato, data per definita la densità di abitanti, le imprese sceglierebbero di localizzare la propria sede non già nelle aree più ricche e quindi caratterizzate da un maggiore livello della domanda per i titoli da loro emessi, quanto piuttosto in quelle aree caratterizzate dalla presenza di altrettante imprese quotate, generando una sorta di effetto agglomerazione. Ciò appare spiegabile alla luce delle facilitazioni in termini di accesso alle infrastrutture, maggiore qualità delle stesse, maggiore ampiezza del mercato del lavoro e facilitazione nel reperimento di manodopera ed interscambio rispetto al sistema creditizio.

5. Effetto territorialità sui valori azionari

5.1. Fenomenologia

Le evidenze fin qui emerse suggeriscono che nel nostro paese la disomogeneità della distribuzione territoriale delle società quotate unita, come noto, ad una distribuzione della ricchezza alquanto più uniforme, generano deviazioni locali dal teorico punto di equilibrio tra domanda e offerta di titoli

¹⁰ I dati sulla densità regionale non si sono riportati per ragioni di brevità e semplicità espositiva.

TAB. 3. *Effetto della territorialità e valutazione dei titoli azionari*

Market-to-Book Ratio	All			No Financial			Financial		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
RATIO	-0.77** (-2.13)	-1.63*** (-3.85)	-0.90** (-2.29)	-0.64** (-2.13)	-1.30*** (-2.88)	-0.75** (-2.39)	0.19 (0.42)	0.57 (0.68)	0.20 (0.37)
RATIO ^{LargeCap}		1.34*** (2.90)			1.01** (2.30)			-0.62 (-0.52)	
RATIO ^{S&PMIB}			0.51** (2.00)			0.47** (2.12)			-0.03 (-0.04)
ROE	0.01* (1.74)	0.01 (1.56)	0.01* (1.71)	0.01* (1.79)	0.01 (1.41)	0.01* (1.75)	0.01 (1.14)	0.01 (1.15)	0.01 (1.12)
CAPEX/Total Assets	4.02 (1.58)	4.48** (2.08)	4.36* (1.68)	3.28 (1.20)	3.88 (1.59)	3.52 (1.29)	5.73 (1.28)	6.36 (1.37)	5.69 (1.21)
Ln(MV)	0.04 (0.96)	-0.07 (-1.08)	-0.02 (-0.33)	0.04 (0.77)	-0.05 (-0.76)	-0.01 (-0.13)	0.11 (1.12)	0.10 (1.14)	0.05 (0.61)
Industry Costante	Si 2.66*** (3.63)	Si 4.09*** (3.96)	Si 3.36*** (4.12)	Si 1.41* (1.74)	Si 2.76*** (2.70)	Si 2.00** (2.23)	no 1.47 (1.67)	no 0.81 (0.73)	no 1.42 (1.25)
Breusch-Pagan Test	6.47***	2.97*	2.93*	34.1***	37.1***	30.4***	2.09	2.69	2.08
Num. Osservazioni	269	269	269	215	215	215	53	53	53
Adj. R ²	0.07	0.10	0.08	0.10	0.12	0.11	0.06	0.07	0.06

La variabile dipendente è il *market-to-book ratio* di impresa al 31 dicembre 2006 (Datastream datatype: MTBV). *RATIO* è calcolato su base regionale ed è definito dal rapporto tra (BV Aggregato /000,000 €) – (BV_{*i*}) e Reddito Disponibile Aggregato (/000,000 €) dove *i* rappresenta l'impresa *i*-esima, *i* = 1, 2, ..., 280; *ROE* è il rapporto tra reddito netto e capitale netto per l'esercizio 2006 (Datastream datatype: DWRE); *Ln(MV)* è il logaritmo naturale del valore di mercato dell'impresa al 31 dicembre 2006 (Datastream datatype: MV); *CAPEX/Total Assets* è il rapporto tra il valore contabile delle spese in conto capitale (*CAPEX*) e del totale delle attività (Datastream datatype: DWCX, DWTA rispettivamente). *LargeCap* assume valore uno nel caso in cui la capitalizzazione di mercato dell'impresa (*MV*) è maggiore della mediana cross-section e zero altrimenti. *S&PMIB* assume valore uno se l'impresa fa parte del paniere componente l'indice *S&PMIB* al 31 Dicembre 2006 e zero altrimenti. In ogni modello di regressione è incluso un sistema di variabili *dummy* settoriali (*Industry*), basate sulla prima e seconda cifra dei *SIC Code*. La tabella riporta i risultati ottenuti con riferimento all'intero campione di analisi (*All*), al sottocampione delle imprese non finanziarie (*No Financial*), ed al sottocampione delle imprese finanziarie (*Financial*). Le imprese finanziarie (*Financial*) sono quelle per le quali la prima cifra del *SIC Code* è pari 6. *, ** e *** denotano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%. *White standard errors / standard errors* riportati tra parentesi per i modelli caratterizzati da eteroschedasticità / omoschedasticità rispettivamente (Breusch-Pagan Test significativo / non significativo).

azionari ordinari quotati. L'effetto sul valore dei corsi azionari, subordinatamente all'ipotesi di un mercato per questi ultimi segmentato a livello territoriale quale conseguenza del *local home bias*, è l'ipotesi che s'intende testare in questo lavoro. Sotto l'assunzione di sussistenza della preferenza per il locale dell'investitore marginale (per esempio *local home bias*), secondo il quale quest'ultimo è portato ad investire in ciò che gli è più prossimo in quanto più familiare, si genererebbe una sorta di segmentazione territoriale del mercato dei titoli con conseguente sopravvalutazione di quei titoli localizzati in zone in cui questi appaiono più scarsi. In tabella 3 sono proposti i risultati dell'analisi multivariata volta ad investigare tale fenomeno depurandolo dall'eventuale influenza di variabili che potrebbero artificialmente influen-

zare i rapporti di causazione posti sotto osservazione. Le specificazioni base dei Modelli di analisi adottati sono riportati in tabella 3. Sono ravvisabili tre gruppi di Modelli: quelli riferiti a tutte le osservazioni (Modelli 1-2-3), quelli riferiti esclusivamente al sottocampione delle società non finanziarie (*No Financial* – Modelli 4-5-6) e quelli riferiti esclusivamente al sottocampione delle società finanziarie (*Financial* – Modelli 7-8-9). Nei tre gruppi i primi Modelli, ossia 1, 4 e 7, si riferiscono alla specificazione base nei diversi campioni, mentre nei Modelli successivi l'intensità e la significatività della stessa relazione è stata investigata condizionatamente al livello di visibilità dell'impresa emittente. A tal scopo sono state alternativamente inserite nel Modello di regressione base le variabili esplicative $RATIO*LargeCap$ (Modelli 2, 5, e 8) e $RATIO*S\&PMIB$ (Modelli 3, 6, e 9) che catturano l'effetto additivo del $RATIO$ sul *market-to-book ratio* determinato dalle società di dimensione superiore alla mediana *cross-section* (per esempio quelle per le quali *LargeCap* è uguale a 1) e da quelle appartenenti all'indice S&P MIB (per esempio quelle per le quali *S\&PMIB* è uguale a 1) rispettivamente, che, con ogni probabilità, sono anche le imprese più visibili ed, in ultima analisi, quelle più «diffusamente» percepite come familiari.

Osservando i risultati ottenuti, i Modelli base confermano pienamente l'ipotesi di esistenza di una relazione negativa e statisticamente significativa tra l'eccesso locale di offerta di titoli azionari ($RATIO$) ed il valore di mercato degli stessi (*market-to-book ratio*), sia con riferimento all'intero campione (coefficiente = -0.77 , significativo al 5%), sia per il sottocampione delle imprese non finanziarie (coefficiente = -0.64 , ugualmente significativo). In linea con quanto argomentato in merito alle imprese finanziarie, per tale sottocampione non si registrano le medesime dinamiche (coefficiente = 0.19 , altamente non significativo), anche dopo avere controllato per il livello di visibilità dell'impresa (Modelli 8 e 9), come del resto ci si attendeva. Giova nuovamente sottolineare che ciò non significa che il mercato di tale tipologia di azioni non sia segmentato, o che le azioni emesse dalle società operanti nel ramo dei servizi finanziari siano «immuni» dalla preferenza per il locale, quanto piuttosto che in tale fattispecie la familiarità, e quindi tale preferenza, non si fonda sulla prossimità geografica rispetto alla sede legale, quanto piuttosto su altri elementi quali potrebbero essere ad esempio la diffusione territoriale della rete di agenzie nell'area interessata. Chiaramente queste ipotesi dovranno essere oggetto di successive analisi opportunamente dedicate. In questa direzione appare interpretabile la maggiore intensità della relazione tra $RATIO$ e *market-to-book ratio* che si osserva per l'intero campione rispetto a quanto stimato con riferimento al sottocampione delle imprese non finanziarie: sebbene infatti in media la territorialità delle imprese finanziarie non sia associabile alla sede legale, esiste comunque un legame tra il mercato locale per i titoli azionari ed il valore

di mercato di queste ultime, come evidenziato dal Modello 1. Le relazioni tra la variabile dipendente e le variabili di controllo, pur essendo del segno atteso, non appaiono in generale statisticamente significative a parziale eccezione del ROE che, per l'intero campione e per il campione delle imprese non finanziarie, risulta significativo anche se solamente a livello del 10%.

Una volta inserite nel Modello le variabili $RATIO*LargeCap$ e $RATIO*S\&PMIB$, i risultati appaiono coerenti con l'impianto di ipotesi proposto. Infatti, dopo avere controllato per la visibilità dell'impresa, l'effetto medio sul *market-to-book ratio* della variabile $RATIO$ risulta sistematicamente più elevato di quanto osservato in precedenza sia con riferimento all'intero campione investigato sia con riferimento al solo sottocampione delle imprese non finanziarie. Approssimando il livello di visibilità dell'impresa con la variabile $LargeCap$, il coefficiente passa a -1.63 con significatività pari all'1% (Modello 2) e -1.30 ugualmente significativo per le non finanziarie (Modello 5), ossia con riferimento al primo campione persino pari al doppio di quanto precedentemente stimato. Se la visibilità dell'impresa viene approssimata invece tramite la variabile $S\&PMIB$, i coefficienti sono pari a -0.90 significativo al livello del 5% (Modello 3) e -0.75 ugualmente significativo (Modello 6) rispettivamente. La differenza dei valori stima è con ogni probabilità da attribuirsi alle numerosità delle imprese di dimensioni sopra la mediana (per esempio $LargeCap$ uguale a 1) che tuttavia non sono incluse nel paniere dell'indice $S\&P$ MIB. Il coefficiente della variabile $RATIO*LargeCap$ e della variabile $RATIO*S\&PMIB$ sono, sia con riferimento all'intero campione che al sottocampione delle imprese non finanziarie, positivi (rispettivamente pari a 1.34 e 1.01 ed a 0.51 e 0.47) e statisticamente altamente significativi. Congiuntamente tali evidenze confermano che l'effetto di segmentazione del mercato da *local home bias* è, in media, significativamente più marcato per le imprese di piccole dimensioni e meno conosciute, in quanto meno visibili, secondo quanto precedentemente ipotizzato. Infine, mentre il *pattern* che si osserva per le altre variabili esplicative impiegate nell'analisi rimane sostanzialmente il medesimo per il sottocampione delle imprese non finanziarie (nel Modello 2 il ROE assume significatività statistica per un alfa pari al 16%, *N.d.R.*), una volta controllato per l'effetto legato alla visibilità dell'impresa e con riferimento all'intero campione investigato, assume significatività statistica la variabile $CAPEX/Total Assets$ che, coerentemente con quanto argomentato, influisce positivamente sul valore di impresa (nel Modello 5 il ROE assume significatività statistica per un alfa pari al 12%, *N.d.R.*).

La figura 2 fornisce una rappresentazione grafica della differente relazione marginale che lega la variabile $RATIO$ alla variabile *market-to-book value* condizionatamente alla visibilità di quest'ultima.

Ipotizzando una situazione di equilibrio tra domanda e offerta locale di azioni quotate (per esempio $RATIO = 1$), in base alla relazione evidenziata

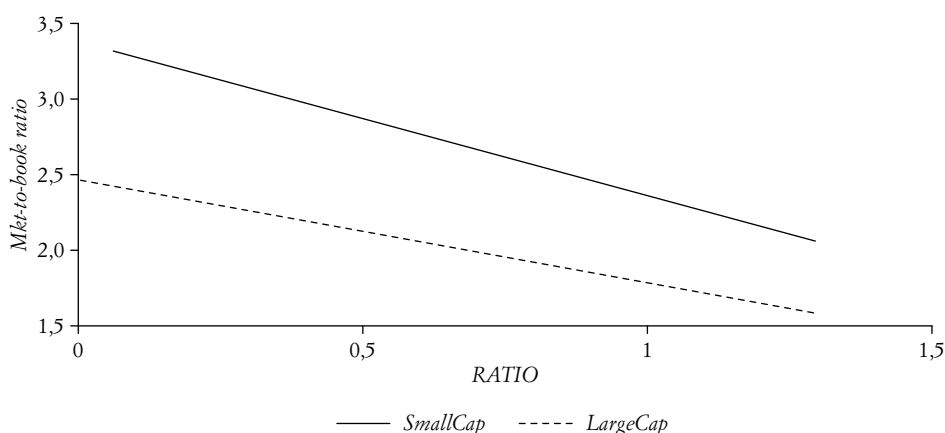


FIG. 2. Effetto della territorialità e visibilità dell'impresa.

La figura 2 fornisce una rappresentazione grafica dell'effetto complessivo della variabile *RATIO* (asse orizzontale) sul *market-to-book ratio* (asse verticale) dell'impresa emittente condizionatamente alla visibilità di quest'ultima. La visibilità dell'impresa emittente è stata approssimata dalla variabile *LargeCap* che assume valore uno nel caso in cui la capitalizzazione di mercato dell'impresa (*MV*) è maggiore della mediana *cross-section* e zero altrimenti. *SmallCap* definisce le imprese con un livello di capitalizzazione inferiore della mediana *cross-section*. I valori rappresentati in figura 2 sono quelli ottenuti in base alle stime prodotte in relazione al sottocampione delle imprese non finanziarie (cfr. Modello 5, tabella 3).

in figura 2, si consideri il caso di una riduzione della variabile *RATIO* della metà ($RATIO = 0.5$). Questa situazione si verificherebbe ad esempio quale conseguenza del *delisting* di società quotate nella stessa regione, fenomeno che spingerebbe *ceteris paribus* in alto il valore delle società quotate restanti. Facendo gli opportuni calcoli, le *LargeCap* andrebbero a quotare con un *market-to-book ratio*, di circa 17 punti percentuali superiore passando da un valore pari a 1.8 ad uno pari a 2.1 (si veda il valore delle ordinate in corrispondenza di un valore delle ascisse pari rispettivamente a 1 e 0.5 nel caso di *LargeCap*). Con riferimento alle *SmallCap* invece, operando i medesimi calcoli ma applicando il più contenuto coefficiente ottenuto con riferimento alle società quotate definite tali, l'incremento sarebbe più accentuato ed intorno a 20 punti percentuali.

5.2. Analisi di robustezza dei risultati ottenuti

Al fine di garantire la robustezza dei risultati ottenuti, l'analisi proposta è stata eseguita nuovamente, con riferimento al sottocampione delle imprese non finanziarie, tenendo però in debita considerazione alcuni aspetti che potrebbero in qualche modo inficiare i risultati appena illustrati. A tal fine, è stata ripensata la specificazione base di Modello 5 tabella 3 introducendo al-

TAB. 4. Verifiche di robustezza e analisi di sensibilità dell'incidenza del *RATIO* sul valore d'impresa

<i>Y=Market-to-book ratio</i>	Robustezza				Regressione Quantile		
	Anno 2005 (1)	$Ln(Y)$ (2)	$x=RATIO^*$ (3)	$x=RATIO^{**}$ (4)	Q=0.20 (5)	Q=0.50 (6)	Q=0.80 (7)
<i>RATIO</i>	-1.21** (-2.05)	-0.49** (-2.00)	-0.57*** (-2.92)	-0.25*** (-2.78)	-0.77*** (-3.02)	-0.79** (-1.97)	-2.05*** (-4.76)
<i>RATIO*LargeCap</i>	1.06* -1.85	0.33** -2.01	0.41** -2.19	0.19** (2.14)	0.56* -1.89	0.62* -1.79	2.19*** -4.84
<i>ROE</i>	0.01 -0.53	0.00 -1.37	0.01 -1.44	0.01 (1.46)	0.01** -2.22	0.01 -0.81	0 -0.57
<i>CAPEX/Total Assets</i>	3.83 -1.07	0.85 -1.14	3.83 -1.58	3.94 (1.64)	1.47 -1.53	2.52 -0.86	2.9 -1.4
<i>Ln(MV)</i>	-0.03 (-0.19)	-0.03 (-0.89)	-0.04 (-0.69)	-0.04 (-0.58)	-0.01 (-0.12)	-0.06 (-0.60)	-0.22*** (-3.21)
<i>Industry</i>	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Costante	2.86** -2.45	1.62*** -7.59	2.65*** -2.66	2.52** (2.54)	1.78** -2.3	2.65 -1.53	5.52*** -4.8
Num. Osservazioni	180	215	215	215	215	215	215
Adj. R ² (Pseudo-R ²)	0.08	0.13	0.12	0.12	0.03	0.02	0.01

I Modelli si riferiscono ai dati filtrati relativi al campione *No Financial* (*SIC Code* con prima cifra pari a 6) i cui risultati sono riportati in tabella 3 Modello 5. Le differenze rispetto a quest'ultimo sono le seguenti: nel Modello 1 i dati sono riferiti al 31/12/2005 anziché al 31/12/2006; nel Modello 2 la variabile dipendente è il logaritmo naturale del *market-to-book ratio*; nel Modello 3 il *RATIO* è calcolato utilizzando come valore aggregato per determinare l'offerta dei titoli la media del market value delle imprese di ogni specifica regione (indicato con *RATIO**); Nel Modello 4 si è utilizzato per determinare la domanda aggregata su base regionale il reddito investito in azioni piuttosto che quello aggregato (indicato con *RATIO***). Il Modelli 5, 6 e 7 riportano invece le regressioni quantile con quantili posti pari rispettivamente a 20%, 50% (mediana) e 80%. Le rimanenti variabili sono quelle definite per tabella 3 *, ** e *** denotano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%. *White standard errors* riportati tra parentesi.

cuni accorgimenti, relativamente al calcolo delle variabili utilizzate, al fine di garantire ampia generalità ai risultati ottenuti. Giova notare che i risultati che si andrà a presentare non tendono sostanzialmente a differire rispetto ai precedenti confermandone la loro piena valenza.

Il primo Modello (1) di tabella 4 differisce dal precedente per il fatto che i dati utilizzati per la costruzione delle variabili di interesse sono riferiti al 31 dicembre 2005 piuttosto che al 31 dicembre 2006. I risultati ottenuti confermano pienamente sia il segno dei rapporti di causazione precedentemente osservati sia la loro significatività statistica suggerendo come il fenomeno indagato non sembri soggetto ad effetti *time specific*. Poiché la distribuzione empirica in *cross-section* della variabile *market-to-book ratio* tende in genere ad assumere nei contesti anglosassoni forme altamente asimmetriche, probabilmente a seguito del fatto che le imprese quotate sono spesso molto numerose e quindi con caratteristiche alquanto divergenti tra loro, Hong *et al.* (2008) ne utilizzano la sua trasformata logaritmica piuttosto che la sua espressione semplice. Al tempo stesso, il fatto che la stessa caratteristica non

sia riscontrata nel campione qui utilizzato, ha fatto propendere per la scelta della sua espressione semplice piuttosto che di un'immotivata sua trasformata. Al tempo stesso, nel Modello 2 si è stabilito, per ragioni di robustezza e di possibile confronto con altri studi riferiti ad altri paesi, di calcolare la stessa variabile utilizzando la sua trasformata logaritmica (naturale). Come è possibile osservare i precedenti risultati vengono comunque pienamente confermati.

Nei Modelli 3 e 4 invece si pone enfasi su diverse specificazioni della variabile *RATIO*. In dettaglio, nel Modello 3 invece che utilizzare quale *proxy* dell'offerta di azioni in una determinata regione il *book value* aggregato delle società quotate ivi residenti, si è utilizzato quale unità di analisi il *market value* e più precisamente il valore medio annuale (dati mensili) delle capitalizzazioni delle società quotate al 31 dicembre 2006. La motivazione alla base di tale scelta è che gli investitori tendono spesso a porre più enfasi sul valore di mercato delle società quotate per determinarne l'importanza e la dimensione piuttosto che sul loro valore contabile. *RATIO** rappresenta quindi la variabile *RATIO* con questo nuovo accorgimento. Ancora una volta il *pattern* che si evidenzia non sembra differire da quanto precedentemente osservato.

D'altra parte nel Modello 4, la variabile *RATIO* è stata ottenuta modificando la *proxy* utilizzata per determinare la potenziale domanda di azioni in una determinata regione facendo riferimento non tanto al reddito della popolazione quanto piuttosto della parte investita su redditi da capitale. La variabile, come si evince in tabella 4, è stata denominata *RATIO***.

La rimanente parte di tabella 4 (Modelli 4, 5 e 6) introduce, ancora una volta per ragioni di robustezza, un approccio alternativo al semplice metodo di stima OLS proponendo l'utilizzo di regressioni quantili. Più precisamente, al fine di investigare l'influenza delle *outlier* e dei diversi effetti delle relazioni investigate a seconda dei quantili condizionati della variabile dipendente, si sono presentate tre specificazioni che rilevano l'effetto sul 20-esimo quantile (Modello 4), sulla mediana (Modello 5) e sull'80-esimo quantile (Modello 6) piuttosto che la semplice media del coefficiente. Questo approccio di stima di tipo non parametrico, permette, infatti di evidenziare eventuali asimmetrie nelle relazioni investigate.

Se da un lato emerge come i risultati ottenuti non differiscono da quelli in precedenza illustrati, appare degno di nota il fatto che la relazione tra *RATIO* e *market-to-book ratio* tende ad acquistare particolare intensità nel quantile più elevato (80-esimo, Modello 7). Infatti, mentre per le imprese poco visibili la correlazione marginale tra il *RATIO* ed il *market-to-book ratio*, all'aumentare di quest'ultimo, passa da -0.77 a -2.05 , per le imprese visibili (*LargeCap*) tale correlazione passa da -0.21 a 0.14 . Questo risultato suggerisce che a parità di condizioni, le relazioni osservate sono tanto più

evidenti quanto più le imprese presentano condizionati *market-to-book ratio* elevati, ossia valori di borsa più elevati.

5.3. Alcune considerazioni

Al fine di fornire un'idea economica delle evidenze empiriche riportate ed una misura della rilevanza del fenomeno investigato, si consideri il caso di una generica società localizzata in Lombardia ($RATIO = 0.59$). Si ipotizzi ora che la medesima impresa fosse invece localizzata in Piemonte ($RATIO = 0.41$) (in base ai rispettivi capoluoghi si tratterebbe di una diversa localizzazione distante circa 125 Km, *N.d.R.*). Nel primo caso, il mero fatto di essere localizzata in questa seconda regione piuttosto che nella prima comporterebbe, *ceteris paribus*, un incremento del valore di mercato delle azioni di circa il 15,5% in più. Tale dato è stato ottenuto considerando le differenze tra i valori medi regionali della variabile $RATIO$ tra le due regioni e moltiplicando tale valore per il coefficiente $RATIO$ del Modello preso a riferimento che tiene quindi in considerazione anche l'effetto *LargeCap* (Modello 5 – tabella 3). Ovviamente, senza nessuna pretesa di rispondenza ad una situazione realmente manifestabile ma nell'intento di fornire una qualche quantificazione del fenomeno sotto osservazione, la tabella 5 presenta una matrice quadrata a doppia entrata che riporta l'ipotetico premio/sconto del valore di mercato delle azioni emesse da una generica società quotata dovuto unicamente al fattore territoriale ipotizzandone una localizzazione in una regione diversa rispetto a quella effettiva.

Osservando la tabella 5 si può notare che il trasferimento di sede tra le regioni caratterizzate dai maggiori differenziali in termini di $RATIO$ (per esempio dal Lazio alla Campania), produce un valore stimato del premio/sconto marginale del prezzo di mercato dei titoli emessi di oltre il cento per cento. Alcune considerazioni possono aiutare a inquadrare opportunamente tali dati. L'ubicazione della sede legale è semplicemente un'assunzione utilizzata per approssimare la «territorialità» derivante dal grado di «familiarità» presso l'investitore di cui gode un'impresa emittente. Pertanto il trasferimento della sede legale non implicherebbe in alcun modo ovviamente la possibilità di catturare questo effetto di «territorialità». In tal senso l'ubicazione delle maggiori attività di impresa, la *seniority* sul territorio, così come il numero dei dipendenti residenti *in loco*, sono ovviamente elementi tanto più significativi quanto difficilmente o, meglio, non realisticamente geograficamente «trasferibili» (si pensi ad esempio alle imprese operanti nel settore delle *utilities*). A conferma di ciò, come si è già avuto modo di commentare, tale assunzione risulta poco efficace in relazione alle imprese finanziarie.

Tab. 5. Premio/sconto del valore azionario a seconda della ri-localizzazione delle sede legale dell'impresa (percentuale)

DA	Abruzzo	Basilicata	Calabria	Campania	Emilia Romagna	Friuli Venezia Giulia	Lazio	Liguria	Lombardia	Marche	Molise	Piemonte	Puglia	Sardegna	Sicilia	Toscana	Trentino Alto Adige	Umbria	Valle d'Aosta	Veneto
A	-	0.0	0.0	0.2	13.5	45.6	103.0	7.4	47.0	4.9	3.4	32.4	0.4	5.2	0.0	16.1	0.0	0.9	0.0	9.7
	0.0	-	0.0	0.2	13.5	45.6	103.0	7.4	47.0	4.9	3.4	32.4	0.4	5.2	0.0	16.1	0.0	0.9	0.0	9.7
	0.0	0.0	-	0.2	13.5	45.6	103.0	7.4	47.0	4.9	3.4	32.4	0.4	5.2	0.0	16.1	0.0	0.9	0.0	9.7
	-0.3	-0.3	-0.3	-	21.8	74.2	168.0	11.8	76.6	7.7	5.2	52.7	0.4	8.2	-0.3	26.0	-0.3	1.1	-0.3	15.6
	-15.6	-15.6	-15.6	-15.4	-	37.0	103.3	-7.1	38.7	-10.0	-11.7	21.8	-15.1	-9.6	-15.6	2.9	-15.6	-14.6	-15.6	-4.4
	-35.9	-35.9	-35.9	-35.8	-25.3	-	45.2	-30.1	1.2	-32.1	-33.3	-10.4	-35.6	-31.8	-35.9	-23.2	-35.9	-35.2	-35.9	-28.3
	-82.5	-82.5	-82.5	-82.4	-71.7	-46.0	-	-76.6	-44.8	-78.6	-79.8	-56.6	-82.2	-78.3	-82.5	-69.6	-82.5	-81.8	-82.5	-74.7
	-8.3	-8.3	-8.3	-8.1	6.9	43.0	107.7	-	44.7	-2.8	-4.5	28.2	-7.9	-2.4	-8.3	9.8	-8.3	-7.3	-8.3	2.6
	-46.8	-46.8	-46.8	-46.6	-33.3	-1.5	55.6	-39.4	-	-41.9	-43.4	-14.6	-46.4	-41.6	-46.8	-30.8	-46.8	-45.9	-46.8	-37.1
	-3.0	-3.0	-3.0	-2.9	5.3	25.2	60.7	1.6	26.1	-	-0.9	17.0	-2.8	0.2	-3.0	6.9	-3.0	-2.5	-3.0	3.0
	-5.5	-5.5	-5.5	-5.2	16.6	69.0	162.9	6.6	71.4	2.5	-	47.5	-4.8	3.1	-5.5	20.8	-5.5	-4.1	-5.5	10.4
	-34.5	-34.5	-34.5	-34.3	-20.1	14.0	75.2	-26.6	15.6	-29.3	-30.9	-	-34.1	-29.0	-34.5	-17.4	-34.5	-33.6	-34.5	-24.2
	-0.4	-0.4	-0.4	-0.2	13.1	45.1	102.5	7.0	46.6	4.5	2.9	32.0	-	4.8	-0.4	15.7	-0.4	0.5	-0.4	9.3
	-1.9	-1.9	-1.9	-1.8	3.0	14.7	35.6	0.8	15.2	-0.1	-0.7	9.9	-1.8	-	-1.9	4.0	-1.9	-1.6	-1.9	1.6
	0.0	0.0	0.0	0.2	13.5	45.6	103.0	7.4	47.0	4.9	3.4	32.4	0.4	5.2	-	16.1	0.0	0.9	0.0	9.7
	-17.3	-17.3	-17.3	-17.1	-2.8	31.8	93.8	-9.4	33.4	-12.1	-13.7	17.6	-16.9	-11.7	-17.3	-	-17.3	-16.4	-17.3	-6.9
	0.0	0.0	0.0	0.2	13.5	45.6	103.0	7.4	47.0	4.9	3.4	32.4	0.4	5.2	0.0	16.1	-	0.9	0.0	9.7
	-1.4	-1.4	-1.4	-1.1	20.7	73.1	166.9	10.7	75.5	6.5	4.1	51.5	-0.8	7.1	-1.4	24.8	-1.4	-	-1.4	14.5
	0.0	0.0	0.0	0.2	13.5	45.6	103.0	7.4	47.0	4.9	3.4	32.4	0.4	5.2	0.0	16.1	0.0	0.9	-	9.7
	-9.2	-9.2	-9.2	-9.0	3.6	33.8	87.9	-2.2	35.2	-4.6	-6.0	21.4	-8.8	-4.2	-9.2	6.0	-9.2	-8.3	-9.2	-

La tabella 5 riporta il premio/sconto regionale del valore di mercato delle azioni emesse da una generica società quotata unicamente al fattore territoriale ipotizzandone una localizzazione in una regione diversa rispetto a quella effettiva. I valori stimati sono la risultante del prodotto tra la media regionale della correlazione marginale del *RATIO* con il *market-to-book ratio* dell'impresa e la differenza tra il valore del *RATIO* della regione verso cui si sposta (asse verticale) e quello della regione di provenienza (asse orizzontale). La correlazione marginale del *RATIO* con il *market-to-book ratio* è stata stimata in base valori dei coefficienti della variabile *RATIO* e della variabile *RATIO*LargeCap* del Modello 5 di tabella 3.

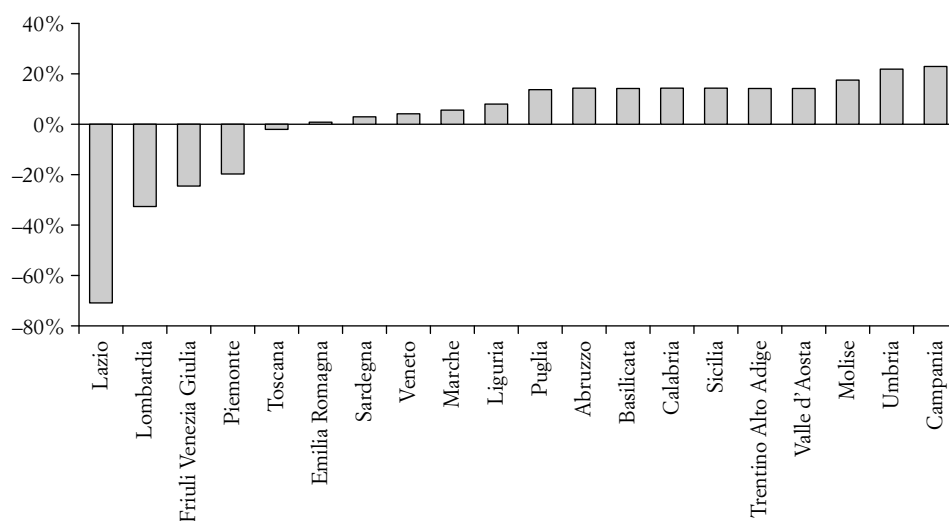


FIG. 3. Premio/sconto del valore azionario a seconda della localizzazione.

La figura 3 riporta il premio/sconto regionale di prima quotazione del valore delle azioni ordinarie derivante da *local home bias*. I valori stimati sono la risultante del prodotto tra la media regionale della correlazione marginale del *RATIO* con il *market-to-book ratio* dell'impresa e la differenza tra il valore del *RATIO* della regione di quotazione (asse orizzontale) e la media campionaria dello stesso. La correlazione marginale del *RATIO* con il *market-to-book ratio* è stata stimata in base valori dei coefficienti della variabile *RATIO* e della variabile *RATIO*LargeCap* del Modello 5 di tabella 3.

La realizzazione del *local home bias premium* di cui sopra appare invece piuttosto realistica se riferita alla possibilità di un'IPO da parte di un'impresa non quotata. In tale fattispecie, infatti, a seconda della sua localizzazione sul territorio, la società emittente potrebbe, alla luce dei risultati appena illustrati, ottenere un maggior o minore premio di quotazione. La figura 3 riporta la stima dell'ipotetico premio/sconto regionale di prima quotazione, quantificato questa volta rispetto al livello raggiunto dalla variabile *RATIO* rispetto alla media campionaria.

A titolo esplicativo, si consideri il medesimo esempio illustrato in precedenza ipotizzando però in questo caso che la società in questione fosse una non quotata in procinto di quotazione. Se la società fosse localizzata in Lombardia o in Piemonte, visto l'elevata offerta di titoli in queste regioni, probabilmente la quotazione, a parità di altri fattori, si tradurrebbe in un più elevato *underpricing* in sede di IPO, quantificabile rispettivamente nel 32,38 e 19,10% per ogni euro che s'intendesse raccogliere. Per contro un'impresa localizzata nelle Marche o in Sicilia s'inserirebbe in un mercato locale per i titoli azionari caratterizzato da (quasi) totale assenza di offerta e da un elevato livello di domanda potenziale, secondo quanto suggerito dal *RATIO* per queste regioni. Le stime di cui sopra si potrebbero quantificare per queste

due regioni rispettivamente in un premio sulla media campionaria in sede di IPO pari al 5,95 e 14,48%. Si noti che un tale ragionamento potrebbe essere riproposto per ogni operazione che facesse appello al pubblico risparmio. In sede di aumento di capitale, infatti, la società localizzata in aree caratterizzate da un elevato livello di domanda di titoli, potrebbe permettersi un prezzo di emissione *ceteris paribus* più elevato, riducendo in tal modo il costo del capitale aziendale.

6. Conclusioni

L'esistenza di un significativo e disomogeneo disequilibrio regionale tra potenziale domanda di titoli azionari, equamente diffusa sul territorio nazionale, e potenziale offerta degli stessi, maggiormente concentrata nella regione settentrionale, fa del nostro paese un «ideale laboratorio» di analisi al fine di investigare il fenomeno del *local home bias*, ossia quell'apparente irrazionale preferenza da parte degli investitori ad investire in titoli locali.

Le evidenze emerse in questo studio suggeriscono da una parte, una deviazione consistente rispetto a questo teorico punto di equilibrio tra domanda e offerta locale di titoli nel nostro paese. Dall'altra, dell'influenza di tale deviazione sulla valutazione degli stessi. Utilizzando una variabile in grado di misurare il potenziale squilibrio tra domanda ed offerta a livello regionale, si è infatti in questo studio appurato la significativa influenza di questa sulla sopra- o sotto- valutazione dei titoli medesimi. La carenza di offerta rispetto alla domanda in una determinata area geografica è trovata dunque influenzare significativamente il valore da associarsi ad una sorta di effetto «rarietà» secondo quanto già documentato con riferimento agli Stati Uniti. Tale rapporto di causazione, che troverebbe fondamento nella comprovata preferenza degli investitori per titoli spazialmente più vicini ritenuti più familiari, risulta robusta a molteplici specificazioni e di conseguenza difficilmente attribuibile al mero effetto del caso. Ad ulteriore conferma, si è peraltro osservata una maggior intensità del fenomeno per quei titoli più opachi e meno visibili o, detto altrimenti, meno conosciuti, ove il livello delle asimmetrie informative potrebbe essere più consistente. Nel complesso, i risultati ottenuti sembrerebbero pienamente conciliabili con gli assunti di un tale approccio teorico sebbene, ovviamente, tali ipotesi dovranno essere avvalorate da approfondimenti successivi opportunamente costruiti al tal fine.

Prime nel loro genere, almeno con riferimento al mercato azionario italiano, tali evidenze sembrano suggerire diverse implicazioni di *policy* sia per le imprese sia per le Istituzioni chiamate a promuovere lo sviluppo economico e finanziario del nostro paese. Per quanto riguarda il primo aspetto, sembra emergere un potenziale inespresso per quelle imprese localizzate in

aree solitamente ritenute depresse ma con grandi disponibilità di risparmio. Queste infatti avrebbero la possibilità di sfruttare il contestuale effetto di «rarietà» di società quotata in quella determinata zona e contestuale «preferenza» e disponibilità da parte di un vasto pubblico di risparmiatori locali della stessa: questi due fattori potrebbero essere fatti convergere proficuamente nell'intento di ottenere finanziamenti sotto forma di capitale azionario a costi vantaggiosi. In altre parole, in caso di IPO o successivamente di aumento di capitale, tali imprese potrebbero sfruttare una caratteristica peculiare che scaturisce dalla loro peculiarità territoriale e a loro esogena che consentirebbe di ridurre significativamente il loro costo del capitale aziendale. Non solo. Il contesto territoriale potrebbe infatti ad esempio persino rappresentare una sorta di *poison pill* contro acquisizioni ostili a causa della sopravvalutazione di questi titoli stessi per via della loro peculiarità territoriale.

Da queste considerazioni deriva direttamente la seconda implicazione i cui destinatari appaiono i *policy maker*. Essendo avvantaggiate da tale segmentazione del mercato proprio le società localizzate in aree depresse del paese, la pubblicità di tali evidenze potrebbe condurre ad alimentare meccanismi di inventiva virtuosi volti alla quotazione di imprese soprattutto con riferimento a società provenienti da aree depresse del paese.

In termini generali e più prettamente accademici, i risultati di questo studio fanno emergere l'importanza anche in finanza della territorialità, fenomeno almeno fino a questo momento scarsamente indagato ed apprezzato nella letteratura economico-finanziaria internazionale. I risultati di questo studio appaiono infatti sicuramente degni di approfondimenti e sviluppi successivi.

GIULIA BASCHIERI, Università degli studi di Bologna, giulia.baschieri@unibo.it.

ANDREA CAROSI, Università degli studi di Bologna, andrea.carosi@unibo.it.

STEFANO MENGOLI, Università degli studi di Bologna, stefano.mengoli@unibo.it.

Riferimenti bibliografici

Adler M. - Dumas B. (1983), *International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis*, in «The Journal of Finance», vol. 38, n. 3, pp. 925-984.

Bae K.-H. - Stulz R.M. - Tan H. (2008), *Do Local Analysts Know More? A Cross-country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts*, in «Journal of Financial Economics», vol. 88, n. 3, pp. 581-606.

Barontini R. (1996), *Efficienza del mercato azionario, stagionalità dei rendimenti e relazione rischio-rendimento: l'effetto gennaio in Italia*, in «Finanza Marketing e Produzione», vol. 14, n. 1, pp. 79-146.

Barontini R. (1997), *Regolarità empiriche e rendimenti dei titoli azionari: un'analisi*

- della Borsa Valori di Milano per il periodo 1950-1995, in «Finanza Marketing e Produzione», vol. 15, n. 4, pp. 29-84.
- Black F. (1974), *International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers*, in «Journal of Financial Economics», vol. 1, n. 4, pp. 337-352.
- Bluethgen R. - Hackethal A. (2007), *There is No Place Like Home: A Spatial Analysis of Investor Choice of Stock Exchange*, SSRN Working Paper n. 1005315.
- Brennan M.J. - Cao H.H. (1997), *International Portfolio Investment Flows*, in «The Journal of Finance», vol. 52, n. 5, pp. 1851-1880.
- Chan L.K.C. - Lakonishok J. - Sougiannis T. (2001), *The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures*, in «The Journal of Finance», vol. 56, n. 6, pp. 2431-2456.
- Choe H. - Kho B.-C. - Stulz R.M. (2005), *Do Domestic Investors Have an Edge? The Trading Experience of Foreign Investors in Korea*, in «The Review of Financial Studies», vol. 18, n. 3, pp. 795-829.
- Cooper I. - Kaplanis E. (1994), *Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium*, in «The Review of Financial Studies», vol. 7, n. 1, pp. 45-60.
- Coval J.D. - Moskowitz T.J. (1999), *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, in «The Journal of Finance», vol. 54, n. 6, pp. 2045-2073.
- Coval J.D. - Moskowitz T.J. (2001), *The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices*, in «The Journal of Political Economy», vol. 109, n. 4, pp. 811-841.
- De Santis G. - Gerard B. (1997), *International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-Varying Risk*, in «The Journal of Finance», vol. 52, n. 5, pp. 1881-1912.
- Dvorak T. (2005), *Do Domestic Investors Have an Information Advantage: Evidence from Indonesia*, in «The Journal of Finance», vol. 60, n. 2, pp. 817-839.
- Eldor R. - Pines D. - Schwartz A. (1988), *Home Asset Preference and Productivity Shocks*, in «Journal of International Economics», vol. 25, n. 1-2, pp. 165-176.
- Fama E.F. - French K.R. (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, in «The Journal of Finance», vol. 47, n. 2, pp. 427-465.
- Frankel J.A. (1991), *Quantifying International Capital Mobility in the 1980's*, in *National Savings and Economic Performance*, a cura di D. Bernheim e J.B. Shoven, Chicago, University of Chicago Press.
- French K.R. - Poterba J.M. (1991), *Investor Diversification and International Equity Markets*, in «The American Economic Review», vol. 81, n. 2, pp. 222-226.
- Froot K.A. - O'Connell P. - Seasholes M. (2001), *The Portfolio Flows of International Investors*, in «Journal of Financial Economics», vol. 59, n. 2, pp. 151-193.
- Froot K.A. - Ramadorai T. (2008), *Institutional Portfolio Flows and International Investments*, in «The Review of Financial Studies», vol. 21, n. 2, pp. 938-971.
- Gehrig T. (1993), *An Information Based Explanation of the Domestic Bias in International Equity Investment*, in «Scandinavian Journal of Economics», vol. 95, n. 1, pp. 97-109.
- Grinblatt M. - Keloharju M. (2000), *The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: a Study of Finland's Unique Data Set*, in «Journal of Financial Economics», vol. 55, n. 1, pp. 43-67.
- Grinblatt M. - Keloharju M. (2001), *How Distance, Language, and Culture Influence*

- Stockholdings and Trades*, in «The Journal of Finance», vol. 56, n. 3, pp. 1053-1073.
- Grubel H. (1968), *Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows*, in «The American Economic Review», vol. 58, n. 5, pp. 1299-1314.
- Hau H. (2001), *Location Matters: an Examination of Trading Profits*, in «The Journal of Finance», vol. 56, n. 5, pp. 1959-1983.
- Hiraki T. - Ito A. - Kuroki F. (2003), *Investor Familiarity and Home Bias: Japanese Evidence*, in «Asia-Pacific Financial Market», vol. 10, n. 4, pp. 281-300.
- Hong H. - Kubik J.D. - Stein J.C. (2004), *Social Interaction and Stock-Market Participation*, in «The Journal of Finance», vol. 59, n. 1, pp. 137-163.
- Hong H. - Kubik J.D. - Stein J.C. (2005), *Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers*, in «The Journal of Finance», vol. 60, n. 6, pp. 2801-2824.
- Hong H. - Kubik J.D. - Stein J.C. (2008), *The Only Game in Town: Stock-price Consequences of Local Bias*, in «Journal of Financial Economics», vol. 90, n. 1, pp. 20-37.
- Huberman G. (2001), *Familiarity Breeds Investment*, in «The Review of Financial Studies», vol. 14, n. 3, pp. 659-680.
- Ivkovic Z. - Weisbenner S. (2005), *Local Does as Local is: Information Content of the Geography of Individual Investors Common Stock Investments*, in «The Journal of Finance», vol. 60, n. 1, pp. 267-306.
- Kang J.-K. - Stulz R.M. (1997), *Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan*, in «Journal of Financial Economics», vol. 46, n. 1, pp. 3-28.
- Levy H. - Sarnat M. (1970), *International Diversification of Investment Portfolios*, in «The American Economic Review», vol. 50, n. 4, pp. 668-675.
- Obsfeld M. - Rogoff K. (2000), *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?*, in B.S. Bernanke e K. Rogoff (2001), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, vol. 15, The MIT Press, pp. 339-390.
- Seasholes M. (2000), *Smart Foreign Traders in Emerging Markets*, Unpublished Working Paper, Harvard University.
- Shukla R.K. - Van Inwegen G.B. (1995), *Do Domestic Perform Better than Foreigners? An Analysis of U.K. and U.S. Mutual Fund Managers*, in «Journal of Economics and Business», vol. 47, No. 3, 241-254.
- Solnik B. (1974), *Why not Diversify Internationally rather than Domestically?*, in «Journal of Economics and Business», vol. 30, n. 4, pp. 48-54.
- Stulz R.M. (1981), *On The Effects of Barriers to International Investment*, in «The Journal of Finance», vol. 36, n. 4, pp. 923-934.
- Tesar L.L. - Werner I. (1995), *Home Bias and High Turnover*, in «Journal of International Money & Finance», vol. 14, n. 4, pp. 467-492.
- Uppal R. (1993), *A General Equilibrium Model of International Portfolio Choice*, in «The Journal of Finance», vol. 48, n. 2, pp. 529-554.
- Zhu N. (2003), *The Local Bias of Individual Investors*, Yale ICF Working Paper n. 02-30.