

Giulia Baschieri*Assegnista di Ricerca*
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI BOLOGNA**Andrea Carosi***Ricercatore*
di Finanza Aziendale
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI SASSARI**Stefano Mengoli***Professore Associato*
di Finanza Aziendale
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI BOLOGNA

“Meglio soli che accompagnati”: analisi dell’effetto rarietà geografica in sede di IPO⁽¹⁾

“Cosa rara cosa cara”
(antico proverbio)

1. Introduzione

This paper investigates the relationship between listed firms’ spatial distribution and IPOs’ market performance. According to the well documented investors’ preference towards local stocks, we find that the farther the issuing firm is from other listed firms, the better the post-IPO risk-adjusted performance gets. Notably, a 10 percent increase in the IPO average distance from other listed firms implies a higher risk-adjusted performance of about 6 percent in the next 120 days. Moreover, evidences show that such rarity effect seems to be known but unexploited in the going-public process.

L’ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato rappresenta un momento particolarmente significativo nella vita di un’impresa. Sebbene la letteratura accademica si sia ampiamente occupata del tema in questione, il dibattito in merito ai fattori in grado di influire su tale scelta e sul buon esito della stessa appare tuttora aperto. Al riguardo, occorre rilevare che le numerose teorie via via formulate sono state il più delle volte in grado di interpretare solamente alcuni dei multiformi aspetti del fenomeno indagato, mentre i risultati delle ricerche empiriche prodotte, svolte prevalentemente con riferimento ai mercati anglosassoni, hanno più frequentemente condotto alla formulazione di nuove ipotesi teoriche piuttosto che alla conferma delle precedenti. A puro titolo esemplificativo, si pensi all’evidenza di andamenti a “ondate” delle *Initial Public Offering* (IPO) (Ibbotson e Jaffe, 1975) che ha contribuito significativamente a riaprire il dibattito sull’attendibilità dell’ipotesi di “mer-

(1) Gli autori desiderano ringraziare per gli utili commenti ricevuti Marco Bigelli e Sandro Sandri e i due anonimi referee della rivista. La responsabilità per eventuali errori e per le opinioni espresse è comunque da attribuire esclusivamente agli autori.



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

cati efficienti”, fornendo sostegno alle nuove teorie alla base della finanza comportamentale.

Questa intensa attività di ricerca ha condotto, almeno con riferimento alle performance in sede di IPO, a evidenze indiscutibili: ne sono un esempio l’esistenza di un premio medio rispetto al prezzo di offerta nel primo giorno di quotazione (tra i primi: Logue, 1973; Ibbotson, 1975) e la performance negativa cui si assiste nei successivi anni di quotazione (tra gli altri: Ritter, 1991; Loughran e Ritter, 1995). A giustificazione di tali evidenze, Miller (1977) argomenta come, nel breve periodo, il prezzo di mercato sia definito dagli investitori più ottimisti mentre nel medio-lungo periodo, quando l’incertezza sull’andamento dei nuovi titoli si riduce, la valutazione degli investitori converge verso rendimenti inferiori. Tali evidenze si riscontrano anche nel contesto Italiano. Arosio *et al.* (2000) evidenziano come le IPO ex-post più “deboli”, ossia quelle che nelle prime cinque settimane di quotazione mostrano performance peggiori, vengano inizialmente supportate dall’attività degli *underwriters* registrando così rendimenti positivi che sistematicamente convergono poi su valori negativi quando il supporto alle quotazioni viene meno.

Nonostante l’interesse più generale mostrato da parte del mondo accademico per il tema della *localizzazione spaziale* nell’influenzare le scelte degli investitori, non sono noti in letteratura studi che abbiano avuto come oggetto principale la localizzazione geografica e gli effetti di questa sulle performance in sede di IPO. Questo lavoro ha quindi l’intento di congiungere queste due letterature. Tanto per citare qualche esempio di studi di localizzazione spaziale in finanza, Coval e Moskowitz (1999) e Hiraki *et al.* (2003) evidenziano come i gestori di fondi tendano sistematicamente a investire in società quotate ubicate in aree geografiche limitrofe. Alle medesime conclusioni pervengono anche Huberman (2001), Ivkovic e Weisbenner (2005), Bluethgen e Hackethal (2007) che analizzano però scelte dell’azionariato *retail*. Un altro effetto dovuto alla localizzazione è quello evidenziato negli Stati Uniti da Hong *et al.* (2008) e confermato in Italia da Baschieri *et al.* (2010) che mostrano come la preferenza degli investitori per titoli locali generi una sorta di effetto “*only game in town*”, che porterebbe le società localizzate in aree caratterizzate da ridotta offerta locale di titoli ma da elevata domanda locale per gli stessi a quotare a pre-



mio. In particolare, questi contributi rilevano l'esistenza di una relazione causale tra livello di rarità di un'impresa quotata e la sua valutazione sul mercato: *ceteris paribus*, le imprese "rare" ossia situate in aree geografiche caratterizzate da bassi rapporti fra offerta e domanda locale di titoli quotati - presenterebbero valori più elevati di *market-to-book ratio*, proxy utilizzata per determinare la sopravvalutazione dei titoli. Simili evidenze sarebbero causate dalla "familiarità" percepita dagli investitori (a sua volta indotta dalla vicinanza spaziale) nei confronti dell'impresa geograficamente limitrofa oggetto dell'investimento, che influenzerebbe le scelte di *asset allocation* rendendo propensi gli investitori a pagare un premio pur di investire nei titoli della stessa. L'intento, più o meno latente, sarebbe quello di contenere il più possibile le inevitabili asimmetrie informative esistenti su qualsiasi mercato azionario tra *insider* e *outsider* percepite meno presenti nei titoli geograficamente vicini.

Il presente contributo è quindi volto a verificare l'impatto della localizzazione spaziale sulle performance, analizzando un evento, quello delle prime quotazioni, sì approfondito in letteratura ma mai osservato sotto questa nuova promettente prospettiva di indagine. Più specificatamente, in questo lavoro intendiamo analizzare l'influenza dell'effetto di rarità geografica sul successo o insuccesso borsistico in sede di prima quotazione. L'esistenza di performance differenti a seconda della distanza spaziale dell'impresa di nuova quotazione rispetto alle altre imprese al momento quotate (cioè della distribuzione geografica dell'offerta di titoli quotati), eventualmente controllata per la distanza della IPO dai potenziali investitori (ossia distribuzione geografica della potenziale domanda di titoli quotati), fornirebbe ulteriormente un indizio di segmentazione geografica del mercato azionario quale effetto della preferenza degli investitori a rivolgersi al mercato di titoli locali (Hong *et al.*, 2008). In altre parole, l'investitore - posto di fronte a una limitata offerta di titoli locali - potrebbe essere indotto a pagare un premio addizionale pur di entrare in possesso di *asset* per i quali percepisce minori asimmetrie informative. Una chiave interpretativa alternativa potrebbe essere quella per cui gli investitori, comunque localizzati, perseguirebbero un intento di diversificazione anche di tipo territoriale nell'intento di minimizzare il rischio idiosincratco del proprio portafoglio. Indipendentemente dalla ragione sottostante, la localizzazione spaziale delle società coin-



“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO

Finanza aziendale

volte avrebbe quindi un impatto, secondo quanto già evidenziato in letteratura con riferimento ad altre problematiche di investimento, anche sul mercato primario di titoli.

Rendendo ancor più esplicita l’ipotesi, in queste note intendiamo testare se le IPO definibili geograficamente *rare* registrino performance sistematicamente migliori rispetto a quelle invece definibili geograficamente *non rare*. La conferma di tale ipotesi suggerirebbe che la collocazione geografica delle IPO riveste un ruolo cruciale nell’inferire relativamente al successo o all’insuccesso di una operazione di primo collocamento. Se innegabile sarebbe l’importanza delle implicazioni che potrebbero scaturire da siffatte risultanze per la ricerca accademica aprendo di fatto nuove linee di indagine fino ad ora inesplorate, altrettanto evidenti sarebbero le implicazioni per il *policy maker*, nel suo tentativo continuo di innescare circoli virtuosi in aree economicamente depresse del Paese. Con riferimento alla situazione italiana, sarebbero infatti le società localizzate in tali aree a essere avvantaggiate da questo effetto, grazie alla possibilità di finanziarsi sul mercato, *ceteris paribus*, a costi inferiori rispetto alle altre, quale conseguenza da una parte della loro rarità geografica e dall’altra della non irrilevante domanda da parte di investitori locali nelle medesime aree.

Abbiamo testato tale ipotesi utilizzando un campione di IPO avvenute sui mercati gestiti da Borsa Italiana nel periodo di riferimento 1999-2010. Seguendo la metodologia ormai nota in letteratura dell’*event study*, abbiamo calcolato le performance aggiustate per il rischio per ognuna delle società costituenti il campione oggetto d’indagine sia nel primo giorno di quotazione sia nel periodo immediatamente successivo, distinguendo tra IPO *Rare*, ossia quotande localizzate in aree non limitrofe ad altrettante società al momento già quotate, e IPO *Non Rare*. A tal fine, abbiamo raccolto i dati di localizzazione di un campione complessivo di 432 società, tra IPO e già quotate, al fine di determinare la distanza media (successivamente pesata per il *book value* dell’impresa già quotata di volta in volta considerata) di ogni IPO da tutte le altre società in quel momento già quotate. Ovviamente, quest’ultima numerosità risultava costantemente variabile. In più, rifacendoci all’idea di Hong *et al.* (2008), abbiamo considerato, oltre all’offerta locale, la domanda potenziale calcolando la distanza media di ogni IPO dai redditi dei potenziali investitori che avrebbero potuto sottoscrivere l’IPO.



Abbiamo così costruito un *indice di Rarità* definito come rapporto fra l'offerta di titoli alternativi pesata per la distanza dagli stessi dell'IPO e la domanda potenziale di titoli pesata per la distanza dell'IPO dai potenziali investitori. Tanto più una società quotata è rara, poiché lontana alle altre società al momento quotate, quanto più questo indice è elevato (effetto numeratore che agisce nello stesso senso rispetto all'indice). Al tempo stesso, tanto più il bacino dei potenziali investitori è vicino, comportando una limitata distanza dagli investitori locali, quanto più il denominatore è contenuto, comportando conseguentemente un più alto livello dell'Indice di Rarità (effetto denominatore che agisce in senso inverso rispetto all'indice).

Oltre al confronto fra i rendimenti corretti per il rischio del portafoglio delle IPO definite *Rare* rispetto a quello delle IPO definite *Non Rare* condotto utilizzando sia CAR che BHAR (si veda Barber e Lyon, 1997), abbiamo successivamente condotto un'analisi di regressione lineare multivariata per testare l'influenza dell'effetto rarità geografica sulle performance in sede di IPO, influenza a questo punto controllata dall'effetto indotto da altre variabili esogene che potrebbero inficiare la relazione posta sotto osservazione. Ne sono un esempio la profittabilità contabile, l'età, la dimensione etc.

È infine necessario osservare che lo studio di questi fenomeni in un paese come l'Italia presenta vantaggi aggiuntivi rispetto a quelli rinvenibili con riferimento ad altri paesi. La letteratura internazionale ha infatti documentato come il *background* socio-culturale degli investitori sia una determinante degli eventuali *bias* comportamentali normalmente riconducibili alla territorialità (si veda, per tutti, Grinblatt e Keloharju, 2001). Pertanto, se è vero che l'effetto rarità tende a essere associabile a fattori legati alla distanza spaziale "percepita", il contesto italiano rappresenta un ideale laboratorio di analisi. La storia italiana è infatti caratterizzata dall'aver visto per secoli un frazionamento dei territori in piccoli Stati spesso ostili tra loro, fenomeno che ha indiscutibilmente promosso la formazione di una forte segmentazione culturale altrove difficilmente rinvenibile.

Il presente lavoro è così articolato. Nel secondo paragrafo viene presentata la rassegna della letteratura inerente alla tematica in questione, la cui trattazione consente di porre in modo adeguato le domande a cui si cercherà di rispondere nel seguito del lavoro. Nel terzo paragrafo viene descritta la metodologia

adottata per la selezione del campione, il calcolo delle performance corrette per il rischio e la definizione delle variabili utilizzate nella successiva analisi di regressione lineare multivariata. I risultati sono riportati nel quarto paragrafo, mentre nell'ultimo paragrafo sono illustrate le considerazioni conclusive.

2. Rassegna della letteratura

2.1 Initial Public Offerings

La quotazione in un mercato regolamentato costituisce un importante momento nella vita di un'impresa. La letteratura ha consentito di identificare alcuni tratti caratteristici relativamente al fenomeno in questione quali, ad esempio, le motivazioni alla base di tale decisione (si veda tra tutti Pagano *et al.*, 1998), l'esistenza di un premio rispetto al prezzo di offerta dei titoli al termine del primo giorno di quotazione (Logue, 1973; Ibbotson, 1975), la performance negativa delle società quotande nei primi anni successivi all'IPO (si veda, tra i numerosi studi, Ritter, 1991; Loughran e Ritter, 1995) eccetera.

Il fenomeno più indagato è sicuramente quello dell'*underpricing* nel primo giorno di quotazione, che rappresenta un vero *puzzle* stante il trasferimento di ricchezza che – *de facto* – si realizza a favore dei nuovi azionisti a scapito dei pre-esistenti proprietari della società oggetto di quotazione (Loughran *et al.*, 1994). Nel contesto italiano (anni 1985 – 2001), tale fenomeno è stato quantificato da Cassia *et al.* (2004) approssimativamente intorno al valore medio del 22 per cento. Diverse e non condivise sono le ipotesi per interpretare tale apparente irrazionalità. Aggarwal e Rivoli (1990) e Welch (1992) identificano nel comportamento irrazionale o imitativo degli investitori i *driver* dell'*underpricing*, mentre Baron (1982) e Ibbotson (1975) sostengono che tale fenomeno sia attribuibile all'avversione al rischio degli intermediari, spinti ad abbassare i prezzi dei titoli al fine di facilitarne il collocamento ed evitare azioni legali nel caso di cattive performance da parte della società oggetto di IPO (Logue, 1973; Ibbotson, 1975; Tinic, 1988; Hughes e Thakor, 1992; Hensler, 1995). Rydqvist (1997) identifica nella vendita di titoli a sconto ai dipendenti dell'impresa emittente un'alternativa fiscalmente efficiente alla remunerazione tradizionale in contesti in cui la tassazione sulle retribuzioni è

comparativamente più elevata rispetto a quella sulle plusvalenze. Il fenomeno è interpretabile anche alla luce della teoria dell'agenzia (Brennan e Franks, 1997): l'eccesso di domanda indotto dall'*underpricing* aumenterebbe infatti la dispersione dell'azionariato riducendo il monitoraggio sulla gestione aziendale da parte dei manager.

Alla luce dell'ipotesi di asimmetrie informative, invece, lo sconto sui titoli rappresenterebbe un segnale, costoso e quindi credibile, sulla qualità dell'emittente (Allen e Faulhaber, 1989; Grinblatt e Hwang, 1989; Chemmanur, 1993), in quanto indurrebbe gli investitori a ritenere di non essersi imbattuti nella "maledizione del vincitore" (Rock, 1986), non compromettendo così il successo di futuri aumenti di capitale. Secondo questo filone di ricerca, il *bookbuilding* rappresenterebbe il metodo ottimale per determinare il prezzo di offerta dei titoli, in quanto ridurrebbe le asimmetrie informative sul reale valore degli stessi. L'evidenza empirica mostra come lo sconto in IPO sia altresì funzione dell'incertezza *ex-ante* del valore dell'emittente, parametro inversamente correlato all'età (Megginson e Weiss, 1991; Ljungqvist e Wilhelm, 2003) e dimensione (Ritter, 1984b) dell'emittente stesso, variabili-chiave per definire il successo dell'operazione incluse anche in questo lavoro. Sebbene per motivi diversi da quelli che riguardano l'ipotesi che si intende investigare in queste note, l'importanza della localizzazione in sede di prima quotazione viene richiamata unicamente in un lavoro di Al-Shammari et al. (2008), che esaminando le IPO effettuate nei mercati statunitensi da parte di imprese estere, rilevano come le società localizzate in paesi caratterizzati da politiche che proteggono la libertà economica presentano *underpricing* significativamente minori rispetto a società localizzate in nazioni che non considerano la tutela della libertà economica come elemento necessario per lo sviluppo dei mercati. La letteratura sulle offerte pubbliche iniziali non si sofferma esclusivamente sull'andamento dei titoli di nuova emissione nel giorno di quotazione, ma analizza la loro performance anche nel periodo successivo, considerando una finestra temporale che, a seconda degli studi, varia da poche settimane (Aggarwal e Rivoli, 1990; Arosio et al., 2000; Aktas et al., 2003) a diversi anni (si veda, tra gli altri, Ritter, 1991; Loughran e Ritter, 1995). In generale, i titoli presentano nel lungo periodo una performance negativa, sia considerando come *benchmark* il mer-



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

cato (Ritter 1991) sia un portafoglio di imprese quotate *comparables* (Loughran e Ritter, 1995). Al riguardo, con riferimento al contesto nazionale, come già richiamato precedentemente, Arosio *et al.* (2000) mostrano che la performance dei titoli italiani è positiva nelle prime cinque settimane post-quotazione mentre peggiora successivamente. Ancora, uno studio di Dalle Vedove *et al.* (2005) registra extra-performance (BHAR) in media sistematicamente negative per i titoli di nuova quotazione a diciotto mesi dalla quotazione.

Oltre ai già citati contributi, nell’ambito della letteratura empirica in tema di IPO avente a riferimento il contesto italiano si ricordano i lavori di Giudici e Paleari (2003), Rigamonti (2005; 2008), Boreiko e Lombardo (2009; 2011). Giudici e Paleari (2003), analizzando un campione di 21 società neo-quotate nel periodo 1993-1996 che hanno beneficiato di una temporanea riduzione dell’aliquota fiscale, rilevano che l’incremento del reddito d’impresa indotto dalla quotazione più che controbilancia le agevolazioni fiscali. In Rigamonti (2005; 2008) viene analizzata l’evoluzione della struttura proprietaria delle 251 imprese neo-quotate in Italia nel periodo 1985-2005. Le numerose evidenze ivi presentate sottolineano la tendenziale staticità della struttura proprietaria: il livello di concentrazione azionaria assai elevato che si registra pre-IPO subisce un decremento alquanto limitato in sede di quotazione, tanto che si osserva come il soggetto controllante post-IPO tende in media ad avere il controllo dell’impresa persino a dieci anni dalla quotazione. Boreiko e Lombardo (2009) analizzano l’attività di stabilizzazione attuata dagli *underwriters* con riferimento ad un campione di 141 IPO avvenute nel periodo 2000-2008. Confermando talune delle intuizioni avanzate da Arosio *et al.* (2000), le evidenze mostrano come tale attività sia funzione della composizione dell’offerta e della reputazione della banca sottoscrittrice. Infine, in un lavoro successivo gli stessi Boreiko e Lombardo (2011), investigando un campione composto da 176 imprese quotate nel periodo 1999-2008, documentano un uso “opportunistico” delle clausole *claw-back*, che di fatto consente *ex post* agli *underwriters* di aumentare il numero di titoli quotati ad essi destinati, a discapito degli investitori *retail*. Alla luce delle evidenze emerse dalle ricerche qui sinteticamente ricordate, appare evidente la novità del tema affrontato nel presente contributo.



2.2 Importanza della localizzazione geografica in finanza

L'esistenza di performance differenti in sede di IPO a seconda della distanza spaziale delle società rispetto alle altre imprese già quotate discenderebbe dall'esistenza di mercati geograficamente segmentati. A sua volta, tale evidenza nascerebbe dal tentativo degli investitori di contenere le asimmetrie informative grazie all'investimento in titoli spazialmente vicini. Tale ipotesi verrebbe corroborata dall'evidenza confermata in letteratura di un fenomeno noto come *local home bias*: gli investitori preferirebbero investire in titoli di imprese a loro geograficamente prossime, rinunciando così ai vantaggi legati alla diversificazione nazionale e internazionale dei portafogli ottenuta grazie alla diversificazione geografica (si veda, tra gli altri, Grubel, 1968; Levy e Sarnat, 1970; Solnik, 1974; Eldor *et al.* 1988; De Santis e Gerard, 1997).

Alla luce delle teorie finanziarie classiche, tale preferenza risulterebbe scarsamente giustificabile e, per questo motivo, oggetto di un sempre più consistente numero di studi volti a comprenderne le cause. Essa viene usualmente legata alla "familiarità" attribuita dagli investitori ai titoli domestici ed è stata verificata sia con riferimento a diversi paesi (French e Poterba, 1991; Cooper e Kaplanis, 1994; Tesar e Werner, 1995) sia a differenti tipologie e professionalità dell'investitore: gli investitori professionali vengono indagati nei lavori di Coval e Moskowitz (1999; 2001) e di Hiraki *et al.* (2003), mentre quelli individuali nei lavori di Huberman (2001), Ivkovic e Weisbenner (2005) e Bluethgen e Hackethal (2007).

Le spiegazioni del fenomeno, che inizialmente si sono basate sulla presenza di barriere ai flussi di capitale (Black, 1974; Stulz, 1981) e sul fallimento della *purchasing power parity* (Adler e Dumas, 1983; Uppal 1993) si sono rivelate non conclusive e hanno indotto la letteratura specializzata a ricercare ulteriori possibili cause. Queste si focalizzano, principalmente, sull'analisi delle asimmetrie informative esistenti fra investitori nazionali ed esteri (Gehrig, 1993; Kang e Stulz, 1997) e sulla possibilità di sfruttamento di un maggior *set* informativo (Brennan e Cao, 1997): il *divario* informativo tra *insider* e *outsider* verrebbe, infatti, percepito come più contenuto con riferimento ai titoli nazionali.



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

Tali studi si sono focalizzati prevalentemente su analisi *cross-country*, ma il dibattito accademico si è presto indirizzato a testare l’esistenza del fenomeno a livello *within-country*: in questo caso, infatti, tale preferenza non potrebbe essere attribuita a barriere di tipo legislativo, fiscale, o di mobilità dei capitali tra i diversi paesi, ma (quasi) esclusivamente a fattori riconducibili alla mera vicinanza spaziale. Per primi, Coval e Moskowitz (1999) hanno formulato tale ipotesi, evidenziando la tendenza degli investitori professionali statunitensi a pesare in portafoglio maggiormente azioni di imprese la cui sede è a loro geograficamente più vicina (*local home bias*). In un successivo contributo, sempre Coval e Moskowitz (2001) mostrano come gli investimenti in società più prossime sotto il profilo geografico ai *fund manager* siano in grado di generare rendimenti (extra-rendimenti) sistematicamente superiori rispetto a quelli delle imprese più distanti: il rendimento è nell’ordine del 2,7 per cento annuo (1,8 per cento se corretto per il rischio). Tale risultato è particolarmente consistente nei piccoli fondi, istituiti di recente e in aree “meno finanziarizzate”. In questo lavoro, gli autori stimano che, in media, la frazione dei titoli distanti meno di 100 miglia è significativamente maggiore di 80 punti percentuali rispetto a quella relativa agli altri titoli che non presentano la medesima caratteristica, suggerendo la preferenza a investire in suddetti titoli (valore statisticamente significativo). Tale intuizione è stata poi confermata anche da Ivkovic e Weisbenner (2005) che analizzano però, con riferimento allo stesso Paese, un campione di investimenti realizzati da 78 mila investitori in questo caso *retail* e quindi non professionali nel periodo 1991-1996. Gli autori osservano che l’acquisto di un portafoglio costituito da titoli emessi da imprese geograficamente vicine all’investitore (essi considerano come *cut-off* discriminante tra titoli vicini e lontani le 250 miglia), contestuale alla vendita di un portafoglio di titoli geograficamente lontani (realizzando una strategia *Zero-cost*) consentirebbe di ottenere extra-rendimenti annui (aggiustati per il rischio) mediamente intorno al 3 per cento considerando un orizzonte di investimento annuale. Tale performance è persino superiore non appena si consideri una finestra temporale più ampia, che arrivi ad esempio a tre o cinque anni, oppure imprese non ricomprese nello S&P500 o, infine, imprese più piccole e meno visibili.



Il *local home bias* sarebbe dunque generato dall'intento di sfruttare vantaggi informativi direttamente proporzionali alla vicinanza geografica. Tuttavia questa spiegazione non appare pienamente accettata soprattutto da autori che invocano - secondo l'approccio tipico della *behavioral finance* - l'irrazionalità degli investitori, che spingerebbe questi ultimi ad acquistare titoli non per una maggiore capacità di conseguire maggiori performance ma per una semplice irrazionale percezione di "familiarità" nei confronti di questi ultimi (Huberman, 2001; Fairchild, 2007).

Al di là delle cause sottostanti, Hong *et al.* (2008) negli Stati Uniti e Baschieri *et al.* (2010) in Italia mostrano come la preferenza per "il locale" generi una sorta di "*only game in town effect*", secondo il quale uno squilibrio tra domanda e offerta di titoli a livello locale sarebbe in grado di influenzare i corsi di borsa. Nello specifico, ad esempio, replicando lo studio statunitense, gli ultimi autori mostrano come le azioni di imprese italiane operanti in settori non finanziari e situate in aree geografiche caratterizzate da bassi rapporti fra offerta e domanda locale di titoli (ad esempio, le imprese italiane ubicate in alcune regioni meridionali) presentino, *ceteris paribus*, maggiori rapporti fra valore di mercato e valore di libro, indicatore della sovra-performance delle stesse. Il presente contributo, partendo dalle evidenze finora riscontrate in letteratura, si pone in tale contesto essendo volto ad indagare l'impatto della localizzazione spaziale sul successo delle offerte pubbliche iniziali e sulle performance delle imprese in fase di prima quotazione.

Alla luce del carattere innovativo di questa letteratura, abbiamo preferito riportare nella Tabella 1 i principali e originali contributi empirici relativamente alla tematica oggetto d'indagine.

3. Metodologia di indagine

L'universo iniziale considerato nella ricerca è costituito da tutte le società quotate al 31 Dicembre nei mercati gestiti da Borsa Italiana tra il 1999 ed il 2010. Da questo universo, identificato facendo riferimento al database Consob "Società Emittenti" e cross-validato in base alle "Statistiche Storiche" di Borsa Italiana, sono state escluse le osservazioni riguardanti imprese con azioni quotate alla Borsa di Milano la cui sede legale non fosse nel territorio italiano (ad esempio, *BB Biotech* domiciliata a Schaffausen, Svizzera). Come si avrà modo di argomentare in

"Meglio soli che accompagnati":

analisi dell'effetto rarità geografica in sede di IPO

Finanza aziendale

AUTORI	ANNO	PAESE	PERIODO CONSIDERATO	PRINCIPALI RISULTATI CONSIDERATO
French & Poterba	1991	GB, JP, US	1975-1989	Gli investitori investono prevalentemente in titoli del loro paese
Shukla & Van Inwegen	1995	GB, US	1981-1993	I <i>Mutual funds</i> ottengono migliori performance rispetto agli stranieri quando investono in titoli statunitensi
Coval & Moskowitz	1999	US	1995	I <i>Fund manager</i> mostrano una forte preferenza verso titoli di aziende a loro vicine
Coval & Moskowitz	2001	US	1974-1994	I <i>Fund manager</i> realizzano migliori performance sui titoli di aziende a loro vicine
Grinblatt & Keloharju	2001	FI	1994-1997	Gli investitori tendono ad investire in società che comunicano nella loro stessa lingua o che hanno un CEO con il loro stesso <i>background</i> culturale
Huberman	2001	US	1996-1997	I clienti delle maggiori compagnie telefoniche locali investono in azioni di queste piuttosto che di altre
Feng & Seasholes	2004	CN	1999-2000	Gli investitori reagiscono alle nuove informazioni su titoli locali in modo simile agli altri
Loughran & Schultz	2004	US	1984-1997	Durante la festa ebraica, i volumi di <i>trading</i> dei titoli con sede legale ove vi è maggior presenza di ebrei tra la popolazione residente è più contenuto
Orpurt	2004	CC(7)	1988-2001	Le previsioni degli analisti che risiedono vicino alla sede della società è più accurata
Ivkovic & Weisbenner	2005	US	1991-1996	Gli investitori <i>retail</i> ottengono migliori performance quando investono in titoli locali
Pirinsky & Wang	2006	US	1988-2002	Le società localizzate nella medesima area geografica tendono ad essere maggiormente correlate
Barker & Loughran	2007	US	2000-2004	La riduzione di 100 miglia di distanza tra due società comporta un incremento del coefficiente di correlazione di 0.12
Karlsson & Norden	2007	SE	2000	Il local home bias è maggiormente accentuato negli uomini, con impiego pubblico e con un più basso livello di studi
Gao, Ng & Wang	2008	US	1993-2003	Società statunitensi con sussidiarie presenti in altri paesi quotano a sconto di circa il 6.2 per cento
Hong, Kubik & Stein	2008	US	1970-2005	Titoli di società localizzate in aree ove è presente una bassa offerta di altrettanti titoli di società quotano a premio (a seguito della scarsità di offerta locale)
Uysal, Kedia & Panchapagesan	2008	US	1990-2003	La società acquirente di una società geograficamente vicina realizza un rendimento doppio rispetto al rendimento di una società acquirente di una società geograficamente distante
Lau, Ng, & Zhang	2010	CC(38)	1998-2007	Il costo del capitale è più alto nei paesi in cui è più elevato l'home bias
Gao, Ng & Wang	2011	US	1988-2003	Le politiche finanziarie di una società sono maggiormente conformi a quelle delle società limitrofe
Morse & Shive	2011	CC(53)	1990-2001	I paesi in cui è più forte il patriottismo sono maggiormente caratterizzate da home bias
Shive	2012	US	2002-2010	I titoli di società localizzate in aree in cui si presenta una interruzione di corrente elettrica vengono, nel giorno di <i>black-out</i> , negoziate significativamente meno rispetto alle altre

Tabella 1.

Breve sintesi dei principali lavori in tema di Home Bias

seguito, la ragione di tale esclusione risiede nel fatto che tali osservazioni avrebbero potuto inficiare l'attendibilità e l'interpretabilità dei risultati dei test e delle conseguenti conclusioni a cui si intende pervenire in questo lavoro.

Per ciascuna società del campione, composto complessivamente da 432 imprese presenti almeno un volta a fine anno, è stata quindi rilevata l'informazione sulla localizzazione geografica della sede legale, selezionando poi tra queste quelle società oggetto di nuova quotazione. Sulla base di questi requisiti, il numero di IPO costituenti il campione di riferimento è risultato di 189 osservazioni.⁽²⁾ Per queste ultime, abbiamo raccolto informazioni relativamente alla data di prima quotazione, al prezzo di offerta e di chiusura del primo giorno di IPO, attingendo alle informazioni disponibili *on line* sul sito di Borsa Italiana. Al fine di calcolare in modo adeguato le performance in sede di IPO, abbiamo scaricato dal database *Datastream Thompson Financial* le serie storiche dei prezzi di Borsa aggiustate per le operazioni sul capitale e abbiamo calcolato le performance a 121 giorni dalla quotazione.⁽³⁾ I rendimenti anomali giornalieri relativi all'azione *i*-esima nel giorno *t*-esimo $AR_{i,t}$ (*Abnormal Return*) sono stati ottenuti come differenza semplice tra i rendimenti osservati, $r_{i,t}$, e i rendimenti di un portafoglio composto da titoli di società simili a quelle oggetto di IPO in termini di dimensione e *market-to-book value*. Più precisamente, in linea con gli studi di Fama e French (si veda, tra tutti, Fama e French, 1992), adattati per tener conto del ridotto numero di società quotate nel nostro Paese, abbiamo dapprima costruito due portafogli, distinguendo le società già quotate da almeno 121 giorni tra so-

(2) Da questo campione, è stata rimossa l'osservazione relativa a Finmatica in linea con quanto già operato in studi precedenti (si veda ad esempio Cassia *et al.*, 2004). Il motivo di tale esclusione è dovuto alla straordinaria performance, di gran lunga superiore al 500 per cento, realizzata nel primo giorno di quotazione da parte della società poi condannata al fallimento per operazioni di *earning management* illegale in sede di IPO (si veda articolo del Corriere della Sera, 3 marzo 2011).

(3) Con riferimento ai prezzi e alle date di primo giorno di quotazione, appare doveroso precisare che abbiamo riscontrato numerose imprecisioni nelle serie storiche di *datastream*. Per questo motivo, abbiamo preferito utilizzare quale fonte informativa attendibile le pubblicazioni di Borsa Italiana sia per la data di prima quotazione sia per i prezzi di offerta e di primo giorno di quotazione. La scelta di utilizzare la finestra di 121 giorni è stata invece dettata dall'esigenza di considerare la massima finestra possibile tenendo conto della contemporanea esigenza di non ridurre eccessivamente il campione oggetto d'indagine, ossia perdendo le IPO più recenti.



“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell'effetto rarità geografica in sede di IPO

Finanza aziendale

cietà ad alta e società a bassa capitalizzazione, a seconda che i titoli corrispondenti quotassero rispettivamente sopra o sotto la mediana in termini di *market value*.

Ognuno di questi due portafogli è stato poi ripartito ulteriormente in tre sottogruppi, a seconda che i titoli avessero un *market-to-book value* sotto il 40 per cento, tra il 40 e il 60 per cento e sopra il 60 per cento. Al rendimento della società oggetto di IPO, abbiamo dunque sottratto il rendimento medio equponderato ottenuto dal portafoglio di titoli che rientrassero nello stesso gruppo in termini di dimensione e di *market-to-book ratio*, al fine di calcolare i rendimenti anomali aggiustati per questi fattori di rischio. Tale procedura è stata adottata con riferimento ad ogni IPO e ad ogni giorno di quotazione nella finestra temporale considerata.⁽⁴⁾

Una volta calcolati gli AR per ogni giorno *t*-esimo e per ogni impresa *i*-esima, abbiamo calcolato i *Cumulative Abnormal Return (CAR)* per ogni impresa *i*-esima come sommatoria degli *Abnormal Return (AR)* dal primo giorno di quotazione all'ultimo giorno della finestra temporale via via considerata. $AR[1;1]$ contraddistingue il rendimento anomalo del primo giorno di quotazione, ottenuto come differenza tra prezzo di offerta e prezzo di chiusura del primo giorno al netto del rendimento del portafoglio usato come benchmark nel medesimo giorno; $CAR[1;31]$ identifica il CAR ricomprensente i rendimenti anomali cumulati di tutti i giorni di Borsa aperta dal primo al trentunesimo

(4) Al fine di corroborare i risultati, alla luce del fatto che non sembra esserci allo stato attuale una modalità univocamente riconosciuta nel nostro paese per il calcolo dei portafogli à la Fama e French (1992), si è stabilito anche di utilizzare una via alternativa per il calcolo dei rendimenti anomali, via comunque poco consueta analizzando la letteratura internazionale. Più precisamente, come *benchmark* sono stati utilizzati i rendimenti di un portafoglio costituito da tutte le società che appartenessero allo stesso settore della società oggetto di IPO. Il settore è stato identificato dallo *Standard Industrial Classification Code (SIC)* di primo livello, la cui informazione relativa alle singole imprese è disponibile nel database Osiris. Il primo livello rappresenta quello più generale che riclassifica le imprese nei seguenti gruppi: *Basic Materials, Consumer Goods, Consumer Services, Financials, Health Care, Industrials, Oil & Gas, Technology, Telecommunications* ed *Utilities*. Al fine di evitare che ogni indice settoriale risentisse dell'effetto di prima quotazione originato da eventuali altri titoli oggetto di IPO nello stesso periodo, si è stabilito di non considerare direttamente gli indici disponibili su *Datastream*, bensì di calcolarli autonomamente escludendo dai singoli portafogli i titoli oggetto di IPO negli ultimi 121 giorni. Poiché i risultati ottenuti utilizzando questa metodologia non differiscono in modo sostanziale rispetto a quanto riportato nel seguito del lavoro, si è preferito, per ragioni di sintesi espositiva, non richiamarli in queste pagine.



giorno; analogamente, si sono calcolati i CAR[1;61], CAR[1;91], CAR[1;121]. Infine, il CAR[2;121] contraddistingue il CAR complessivo al netto del rendimento anomalo del primo giorno. Alternativamente, al fine di corroborare i risultati, sono state calcolate sulle stesse finestre temporali le performance corrispondenti a una strategia *Buy-and-Hold* (BHAR), normalmente seguita da un investitore che detiene titoli fino alla scadenza. Poiché Barber e Lyon (1997) concludono per prediligere i CAR nel caso di orizzonti temporali di analisi di breve periodo, e viste le differenze trascurabili tra le due metodologie e le migliori proprietà asintotiche di cui godono i primi rispetto ai secondi (si veda, ad esempio, la tendenza dei secondi all'asimmetria positiva delle distribuzioni), si è stabilito di concentrare e commentare l'analisi sui CAR, riportando comunque anche i principali risultati ottenuti dall'analisi BHAR.

I CAR e i BHAR complessivi hanno poi costituito le variabili dipendenti delle specificazioni dei modelli di regressione lineare multivariata finalizzati a spiegare le performance in IPO sulla base della rarità geografica dell'impresa di volta in volta considerata. Come *proxy* per questo ultimo fattore, è stato calcolato un *indice di rarità geografica* sull'idea di Hong *et al.* (2008), che definiscono però l'eccesso di domanda/offerta considerando unicamente per ogni impresa i dati rinvenibili a livello locale (regionale). Al contrario, nel presente lavoro si è stabilito di tenere in debita considerazione non solo l'informazione a livello locale bensì tutta quella disponibile a livello nazionale. Più precisamente, si è calcolata dapprima la distanza media geografica tra la sede legale delle società oggetto di prima quotazione e la sede legale di tutte le altre società quotate al momento dell'IPO stessa. Tramite l'applicativo disponibile sul web di *Google Maps*, si sono trasformati gli indirizzi delle sedi legali in coordinate geografiche (latitudine e longitudine), calcolando poi le distanze geografiche tra la IPO e tutte le altre che in quel momento risultavano già quotate attraverso un'equazione trigonometrica volta a determinare la distanza euclidea tra due punti nel piano. Per ogni IPO si è quindi calcolata una statistica di sintesi rappresentata dal valore medio di questo vettore distanze: tale media rappresenta, in realtà, una media ponderata ove gli indici di ponderazione sono i pesi dei *book value* di ogni singola società quotata.



“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell'effetto rarità geografica in sede di IPO

Finanza aziendale

In questo modo, siamo stati in grado di tener conto del fatto che due società, sebbene equidistanti dalla IPO, potessero avere importanza relativamente diversa per gli investitori avendo dimensione più o meno rilevante. Questa variabile di distanza ha costituito il numeratore dell'indice di rarità (*proxy* dell'offerta spaziale di titoli), il cui denominatore doveva invece essere costituito da una *proxy* della domanda potenziale di titoli dipendente dalla localizzazione geografica. A tal fine, si è calcolata la distanza media della sede della IPO rispetto ai redditi dei potenziali investitori residenti sul territorio italiano. Attingendo dal sito ISTAT, si sono raccolti i redditi per provincia, che hanno costituito il peso di ponderazione per le distanze di ogni IPO dal capoluogo di provincia a cui è stato assegnato il dato sul reddito provinciale. Calcolando in questo modo il denominatore dell'indice di rarità, quest'ultimo aumenta al diminuire della distanza dell'IPO dai redditi dei potenziali investitori locali che, nel nostro *framework*, dovrebbero esercitare una pressione sui prezzi dei titoli dell'IPO locale.

Per chiarire ulteriormente la metodologia seguita nel calcolo delle distanze, si può riportare il caso di Tiscali, società la cui sede legale al momento della quotazione era in Viale Trento a Cagliari: questa aveva una distanza media dalle altre società già quotate al momento dell'IPO pari a 641 chilometri, distanza circa quattro volte più elevata rispetto a società oggetto di IPO con sede legale a Milano, come potrebbe essere l'esempio del Credito Artigiano, banca con sede legale in Piazza San Fedele. La distanza media ponderata di quest'ultima da tutte le altre società quotate al momento dell'IPO era infatti pari ad appena 40 chilometri. Per quanto riguarda invece la distanza media dai redditi della popolazione italiana, la prima distanziava mediamente 549 chilometri mentre la seconda 177. Tali stime si traducono in un indice di rarità pari a 1,17 ($641/549$) per la prima e 0,23 ($40/177$) per la seconda, suggerendo la rarità della prima e la non rarità della seconda.

In realtà, i redditi potrebbero non costituire una buona *proxy* di quanto effettivamente si traduce in investimento azionario. Al tempo stesso, questa informazione è da una parte l'unica utilizzata in letteratura per stimare la domanda potenziale di titoli (si veda tra tutti Hong *et al.*, 2008); dall'altra, essa costituisce l'unico dato veramente completo disponibile a livello italiano. Per verificare, in ogni caso, quanto questa scelta potesse



infiare i risultati, si sono raccolti i dati sull'indagine dei bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia e disponibili sul sito web. L'indagine è realizzata ogni due anni e si riferisce solamente a un campione di famiglie che hanno residenza nel nostro Paese. Considerando il periodo 1998-2010, si è osservato che il reddito è positivamente correlato alla percentuale investita in azioni di società quotate con alta significatività statistica ($=0,63$, $p\text{-value}<1\%$). Tale statistica è comunque simile e persino più alta della correlazione tra investimento in azioni di società quotate e ricchezza delle famiglie italiane ($=0,60$, $p\text{-value}<1\%$). Sembra dunque che i redditi possano costituire una migliore *proxy* dell'investimento azionario rispetto alla ricchezza.⁵

Al fine di evitare che i risultati ottenuti fossero dovuti all'effetto di variabili omesse, si è resa necessaria un'analisi di tipo multivariato che introducesse anche variabili di controllo, pur nel rispetto della necessità econometrica di parsimonia nell'utilizzo delle stesse. Utilizzando quali fonti informative Osiris, Datastream e integrando e controllando nei siti Internet delle società, sono state calcolate le seguenti variabili: ROE, per tener conto della diversa redditività contabile dell'impresa; $\text{Ln}(\text{Età})$, ossia il logaritmo naturale del periodo temporale intercorrente fra l'anno di fondazione e il momento della quotazione dell'IPO stessa (si veda Megginson e Weiss, 1991; Ljungqvist e Wilhelm, 2003); $\text{Ln}(\text{Assets})$, ossia il logaritmo naturale degli asset dell'impresa, *proxy* della dimensione della stessa (si veda Ritter, 1984b); tre *dummy* identificative del mercato/segmento di prima quotazione: in particolare, AIM, Nuovo Mercato (NM) e Star; singole *dummy* anno, introdotte al fine di rimuovere la presenza dei notori effetti di *cluster* temporali nei rendimenti delle IPO (Ritter, 1984a. Per una rassegna

(5) In aggiunta, come si avrà modo di verificare nel prossimo paragrafo, da questo database Banca d'Italia abbiamo calcolato una *proxy* della propensione ad investire in azioni. Per ogni singola famiglia intervistata, si è calcolato il rapporto tra investimento azionario e reddito familiare al fine di determinare la percentuale del reddito investito in azioni. Tale variabile è stata poi aggregata a livello regionale (il dato non è purtroppo disponibile a livello provinciale) ed utilizzata per calcolare un indicatore di rarità che includesse anche tale componente. Per coerenza con la letteratura, nel prosieguo non si sono riportati i risultati rispetto a questo indice di redditività aggiustato perché calcolabile solo a livello regionale e perché nasceva da un campionamento a priori. Comunque, i risultati utilizzando questo indicatore aggiustato risultavano del tutto simili rispetto a quelli riportati.

in merito si veda Ljungqvist, 2007); singole *dummy industry* introdotte nel modello per rimuovere eventuali dinamiche settoriali sulle performance in sede di IPO (SIC-code di primo livello, secondo quanto già illustrato in precedenza).

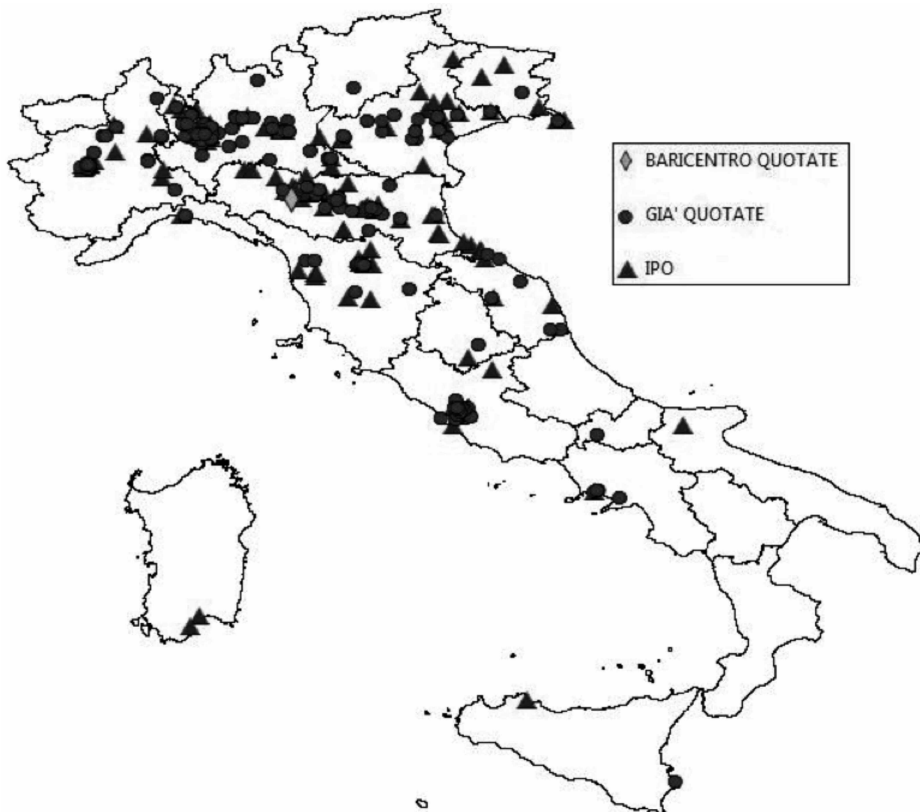
4. I risultati dell'indagine

4.1 Analisi generale del fenomeno

Per introdurre in modo efficace e intuitivo il fenomeno che si intende investigare, si è ritenuto opportuno innanzitutto visualizzare la localizzazione geografica delle società appartenenti al campione oggetto di indagine (Figura 1) distinguendo tra imprese oggetto di IPO (triangoli) e imprese già quotate (cerchi). Il rombo contraddistingue il baricentro delle società quotate nel

Figura 1.

Localizzazione delle società oggetto di IPO (triangoli) e già quotate (cerchi) incluse nel campione e baricentro medio nazionale (rombo)



periodo analizzato, localizzato intorno alla zona di Langhirano in Provincia di Reggio Emilia. I dati puntuali, suddivisi per regione, possono invece essere apprezzati nella Tabella 2, che riporta nelle prime due colonne i dati relativi alle società già quotate al momento delle singole IPO mentre nelle restanti colonne sono evidenziati i dati riguardanti le IPO e altre statistiche via via discusse nel prosieguo.

L'osservazione della Figura 1 fa emergere in modo evidente la sperequazione tra aree industrializzate del Paese, concentrate prevalentemente al centro-nord, e quelle comparativamente depresse, concentrate nel meridione e nelle isole. Come logico attendersi, la distribuzione geografica delle società quotate segue le medesime dinamiche della più generica distribuzione territoriale delle imprese italiane. Analizzando la Tabella 2, la regione più densamente popolata risulta essere la Lombardia che, con una media annua nel periodo considerato di ben 114 società quotate (42 per cento circa del campione complessivo), si attesta quale punto di riferimento geografico finanziario più rilevante nel nostro Paese. Anche in termini di società che si sono quotate nella finestra temporale considerata, questa regione è situata al primo posto, con ben 68 IPO realizzate nel periodo 1999-2010. La zona che costeggia la dorsale appenninica lungo la via Emilia, riconducibile alle regioni Emilia Romagna e Piemonte, è anch'essa alquanto popolata, occupando queste due regioni, dopo la Lombardia, le prime posizioni di questa classifica. Entrambe le regioni sono state interessate da una intensa attività di prime quotazioni, con rispettivamente 40 e 18 società quotate nel periodo considerato. A parità di situazione iniziale, le imprese emiliano-romagnole sembrano dunque essere state le più propense ad affacciarsi per la prima volta su mercati azionari regolamentati.

Anche la regione Lazio si pone nella parte alta della classifica ed essendo questa la prima regione non settentrionale del Paese la sua posizione è ancor più di marcato rilievo. Tale risultato è da ascrivere alla presenza della capitale che tende a convogliare, tra le altre, le più rilevanti società pubbliche quotate in Italia.⁶ Veneto (7 per cento), Toscana (6 per cento),

(6) Hanno sede a Roma circa il 43 per cento delle società direttamente controllate o direttamente partecipate da enti appartenenti alla Pubblica Amministrazione.

“Meglio soli che accompagnati”:

analisi dell'effetto rarità geografica in sede di IPO

Finanza aziendale

Tabella 2.

Statistiche descrittive.

Regioni	Già quotate		IPO						Propensione stimata a investire in azioni quotate rispetto al reddito	
	# intero	%uale su intero camp.	#	Distanza media ponderata da società (Km)	Distanza media dai redditi popolaz. italiana (Km)	Indice di Rarità (media)	# Rare	# Non Rare (in milioni)		Reddito dispon. regionale (in milioni)
Lombardia	114	41.7	68	90	198	0.45	0	45	217,651	4.11%
Emilia-Romagna	34	12.4	40	195	231	0.85	29	0	101,014	4.22%
Piemonte	33	11.9	18	105	282	0.38	0	12	96,193	1.53%
Lazio	33	11.9	17	130	254	0.51	1	6	111,557	0.82%
Veneto	19	6.9	15	223	274	0.83	11	0	100,420	3.14%
Toscana	16	5.9	14	203	245	0.83	11	0	77,808	1.64%
Friuli-Ven. G.	6	2.2	6	284	358	0.79	3	0	26,070	3.19%
Marche	5	1.7	4	263	291	0.90	4	0	30,457	1.23%
Sardegna	1	0.5	2	448	568	0.78	1	0	25,409	0.50%
Puglia	1	0.7	1	435	392	1.11	1	0	57,081	0.31%
Campania	3	0.9	1	402	333	1.21	1	0	76,398	0.06%
Liguria	6	2.2	1	124	255	0.49	0	0	34,035	1.06%
Sicilia	2	0.5	1	695	528	1.32	1	0	67,881	0.41%
Umbria	1	0.5	1	216	280	0.77	0	0	16,659	1.24%
Molise	1	0.4	0						4,862	0.23%
Abruzzo	0	0.4	0						21,170	0.97%
Basilicata	0	0.0	0						8,745	0.15%
Calabria	0	0.0	0						27,287	0.16%
Trentino	0	0.0	0						21,967	0.09%
Valle d'Aosta	0	0.0	0						2,823	0.00%
Intero campione	275	100.0	189	163	249	0.76	63	63	1,125,488	1.7%
I terzile						0.67				
II terzile						0.82				

La tabella fornisce frequenza e percentuale della distribuzione territoriale delle società quotate alla Borsa Valori di Milano, ripartita sulla base delle regioni italiane ordinate in base al numero delle imprese quotande con sede in quella regione e distinguendo tra società già quotate al momento dell'IPO e quotande (IPO). Sulla base dell'indice di rarità, calcolato come rapporto tra la distanza media ponderata di ogni IPO rispetto a tutte le altre società al momento già quotate e la distanza media ponderata di ogni IPO rispetto al reddito della popolazione italiana (valori nella colonna in grigio per le singole regioni), si sono calcolati i *cutoff* per distinguere tra IPO Rare (IPO con *Indice di Rarità* superiore al secondo terzile) e *Non Rare* (società con *Indice di Rarità* inferiore al primo terzile).

Friuli-Venezia Giulia (2 per cento) e Marche (1,7 per cento) hanno quote decisamente più contenute ma comunque non irrilevanti con almeno cinque società quotate. Il fondo della classifica, rappresentato da regioni con in media nessuna società quotata, vede sia regioni situate al centro-sud quali Abruzzo, Basilicata e Calabria sia regioni settentrionali, quali Trentino (Alto Adige) e Valle D'Aosta.⁷

Per quanto riguarda l'analisi di localizzazione geografica delle IPO, i risultati non sono dissimili a quanto riscontrato con riferimento alle società già quotate. Si rilevano però, al tempo stesso, alcune differenze su cui vale la pena soffermarsi. In questo decennio, infatti, si è assistito all'entrata in Borsa di diverse società localizzate in zone non precedentemente popolate da altrettante imprese già quotate. In particolare, il periodo posto sotto osservazione ha visto la quotazione di società sarde, pugliesi e diverse società localizzate nel Friuli, Veneto e Sicilia. In altre parole, si ravvisa la possibilità che talune imprese, nel periodo considerato, abbiano potuto sfruttare il potenziale effetto rarità che questo lavoro intende investigare.

Alquanto interessanti sono le seguenti colonne della Tabella 2. Nella sezione destra che riguarda le IPO sono riportate le medie, suddivise per regione, della distanza media di ogni IPO dalle altre società (colonna 4), dai redditi dei residenti sul territorio italiano (colonna 5) dal rapporto fra le due misure che esprime l'indice di rarità (colonna grigia). Quest'ultimo indicatore, come logico attendersi, è più contenuto nelle regioni finanziariamente più evolute come Lombardia (media 0,45) o Piemonte (media 0,38) essendo invece più elevato nelle regioni quali Sicilia (media 1,32) e Campania (media 1,21) meno densamente popolate da imprese quotate.

Le due successive colonne della Tabella 2 mettono in evidenza, per le diverse regioni, la frequenza delle IPO classificate come *Rare* rispetto a quelle classificate invece come *Non Rare*, discriminare su cui si basa la presentazione dei risultati della prima parte del lavoro. Il *cutoff* che consente di discriminare tra le due

(7) In realtà, l'osservazione di Figura 1 sembrerebbe a prima vista non conforme ai risultati riportati in Tabella 2 in quanto, mentre in Figura 1 compare una società già quotata in Trentino, la Tabella 2 riporta per questa regione una media pari a zero. Non si tratta di errore, bensì del fatto che questa società, precisamente Marangoni, è stata ritirata dal listino nel novembre del 2002 e per questo la numerosità delle quotate in Trentino Alto Adige risulta a seguito dell'arrotondamento pari a zero.



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

categorie è stato identificato nel primo e secondo terzile rispetto all’Indice di Rarità, distinguendo così le società *Non Rare* come quelle che presentavano un indice di rarità inferiore al valore soglia di 0,67 (primo terzile) e le società *Rare* come quelle che presentavano invece un Indice di Rarità sopra il valore soglia di 0,82 (secondo terzile).⁸ Come si evince dalla Tabella 2, il fenomeno tende a caratterizzarsi per essere di tipo regionale registrandosi o nessuna IPO classificata come *Rara*, (esempio Lombardia), oppure tutte quelle avvenute (esempio Sardegna e Puglia). Nelle ultime due colonne della Tabella 2, vengono riportate alcune statistiche che forniscono informazione aggiuntiva rispetto alla domanda potenziale utilizzata come denominatore dell’Indice di Rarità. Nella penultima colonna, sono riportati i redditi regionali che tendono a seguire tendenzialmente la distribuzione delle società quotate ma con qualche eccezione. Ad esempio, se è vero che i redditi più alti si registrano in Lombardia, così come avviene per il più alto numero di imprese quotate, lo stesso non può dirsi considerando la Campania che presenta circa gli stessi valori della Toscana in termini di reddito ma con un numero di società quotate alquanto più contenuto (3 quotate in media rispetto alle 16 della Toscana). Nell’ultima colonna della Tabella 2 viene invece riportata la propensione media ad investire in azioni quotate rispetto al reddito sempre regionale. Come si può osservare, questo dato percentuale – stimato tramite nostre elaborazioni sulla base dei dati disponibili nell’indagine delle famiglie italiane di Banca d’Italia – è ancora una volta più elevato per le regioni ricche, quali Lombardia e Emilia Romagna (superiore al 4 per cento) e più contenuto per quelle più povere, quali Molise e Valle D’Aosta (0,15 e 0 per cento rispettivamente).

(8) Sebbene la scelta di creare terzili sia certamente arbitraria, l’utilizzo di un numero più consistente di gruppi non sembrava consentire numerosità sufficienti all’interno di ognuno di essi, mentre l’utilizzo di soli due gruppi comportava il rischio di incrementare la dispersione interna di ogni gruppo. Analisi di simulazione, riportati nel seguito del lavoro, hanno comunque rivelato come, al crescere dei gruppi e confrontando tra loro quelli estremi (*Rare vs. Non Rare*), venivano a palesarsi comportamenti via via divergenti, suggerendo almeno a livello univariato l’esistenza del fenomeno indagato. Al tempo stesso, si è stabilito di considerare, almeno in questa prima fase, tre gruppi al fine di mantenere una frequenza sufficiente all’interno di ogni gruppo, controllando poi gli effetti derivanti dall’arbitrarietà di tale scelta tramite una simulazione che considerasse vari livelli di *cutoff* e tramite analisi di regressione multivariata. I risultati verranno illustrati in seguito.



4.2 Performance delle società Rare e Non Rare

La Figura 2 consente di fornire alcuni primi utili spunti di riflessione sul fenomeno oggetto di indagine, riportando le performance espresse sia in termini di CAR (grafici di sinistra) sia in termini di BHAR (grafici di destra) del portafoglio delle IPO *Rare* (linea continua), *Non Rare* (linea tratteggiata) e delle differenze tra i due portafogli (istogramma). I due portafogli, di società *Rare* e *Non Rare*, sono stati costruiti sulla base dei terzili di appartenenza ripetuto all'Indice di Rarità. In sintesi, dal grafico emerge evidente il discordante andamento dei CAR/BHAR medi delle società classificate come *Rare* rispetto a quelle classificate come *Non Rare*. L'analisi dei differenziali (istogrammi sottostanti) tende ad avere un andamento omogeneo, che presenta valori massimi negli ultimi giorni di quotazione della finestra temporale considerata quando la differenza, indipendentemente dal metodo di misurazione delle performance, si attesta su valori tra il 10 e il 15 per cento. Implicitamente, si sta suggerendo che, nel caso in cui si fosse realizzata una strategia *Zero-cost* che avesse investito in un portafoglio di IPO *Rare* e si fosse contemporaneamente venduto un portafoglio di IPO *Non Rare*, si sarebbe ottenuto un rendimento positivo dell'ordine superiore al 10 per cento.

Il comportamento difforme tra IPO *Rare* e IPO *Non Rare* emerge già nei primi giorni di quotazione, quando i due portafogli presentano andamenti apparentemente differenti, che sembrano comunque attenuarsi intorno al 20-esimo giorno di quotazione. Il picco minimo si registra intorno al 40-esimo giorno, punto dal quale il differenziale tende gradualmente ad aumentare in modo costante. È da osservare che, considerando la strategia *Buy-and-Hold* (BHAR), il punto di minimo del differenziale arriva persino su valori intorno allo zero. In generale, emerge che mentre il portafoglio dei titoli *Rari* tende a rimanere pressoché costante nel tempo, quello dei titoli *Non Rari* tende a presentare il classico andamento di *underperformance* post-quotazione, andamento che la letteratura accademica in tema di IPO tende ad attribuire indiscriminatamente a tutte le IPO. Emerge invece un primo indizio che tale fenomeno possa essere invece ascrivibile unicamente a quelle IPO che definiamo *Non Rare*.

La Tabella 3 aiuta a quantificare e a testare statisticamente il fenomeno, riportando indicatori sintetici di distribuzione (me-

“Meglio soli che accompagnati”:

analisi dell'effetto rarità geografica in sede di IPO

Finanza aziendale

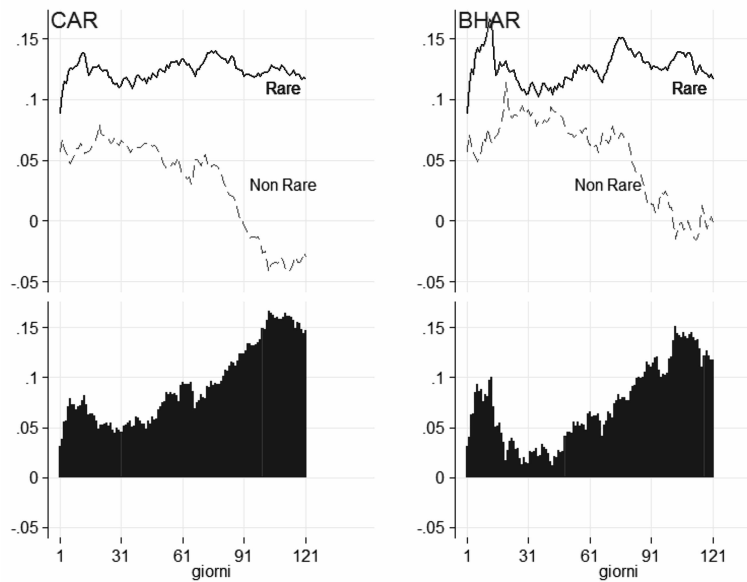


Figura 2.

Andamento dei CAR e BHAR del portafoglio di IPO *Rare* e *Non Rare* e differenziale (*Rare* meno *Non Rare* - istogramma)

die e mediane) e relativi test di tutte le variabili utilizzate nell'analisi, compresi i CAR e i BHAR delle varie finestre temporali e distinguendo tra IPO *Rare* e *Non Rare*. Sebbene sia in media che in mediana i CAR e i BHAR delle IPO *Rare* risultino sempre superiori rispetto a quelli delle IPO *Non Rare*, la dispersione che si registra nelle performance indagate per entrambi i sottocampioni conduce a risultati dei test di significatività di tipo parametrico (t-test) tra i due sottocampioni mai significativi nei primi sessanta giorni. L'indicatore non parametrico (Z-test) presenta solamente bassa significatività statistica (significatività a livello del 10 per cento).

Questo risultato nega dunque l'esistenza di un comportamento significativamente differente nel periodo immediatamente successivo all'IPO che si pone invece in essere in seguito, trovando via via consistenza. L'analisi dei CAR[1;121], CAR[2;121], così come dei BHAR[1;121] e BHAR [2;121], e delle loro differenze mettono in evidenza da un lato come gran parte dell'effetto positivo dell'IPO si riscontra prevalentemente nel primo giorno di quotazione; dall'altro, come la distinzione di comportamento tra *Rare* e *Non Rare* sia riconducibile al comportamento successivo in IPO e non tanto al primo giorno di quo-

tazione: i due portafogli non differiscono infatti statisticamente nel primo giorno di quotazione mentre tendono a differire con alta significatività statistica (almeno pari al 5 percento) sull'orizzonte temporale a 121 giorni.

Nel complesso, dall'analisi emerge che sebbene l'effetto rarità si palesi in sede di prima quotazione, esso non viene adeguatamente sfruttato dai collocatori come testimoniato dal fatto che le IPO *Rare* non hanno comportamenti significativamente differenti rispetto alle *Non Rare* nel primo giorno di quotazione ma solamente in seguito. In aggiunta, il comportamento di performance negative a diversi giorni dal collocamento, normalmente ricondotto indistintamente a qualsivoglia IPO, sembra in realtà un fenomeno ascrivibile unicamente alle IPO che non abbiano caratteristica di rarità: le *Rare* sembrano infatti immuni da siffatto fenomeno. La chiave interpretativa potrebbe essere quella per cui investitori localizzati in aree caratterizzate da ridotta offerta di titoli quotati non avrebbero alternative nell'allocatione del proprio portafoglio e, data la preferenza per imprese geograficamente più prossime, potrebbero essere disposti a pagare un premio pur di detenere titoli siffatti in portafoglio.

Tabella 3.
Differenze dei CAR, BHAR e
caratteristiche d'impresa tra titoli
ricompresi nel portafoglio di IPO
Non Rare versus Rare

	<i>Non Rare</i>			<i>Rare</i>			t	Z
	N	media	mediana	N	media	mediana		
AR[1;1]	63	0.0581	0.0220	63	0.0887	0.0625	1.24	3.41
CAR[1,31]	63	0.0670	-0.0282	63	0.1096	0.0729	0.86	3.48*
CAR[1,61]	63	0.0378	0.0183	63	0.1246	0.0909	1.55	3.47*
CAR[1,91]	63	-0.0061	-0.0222	63	0.1131	0.0459	1.80*	3.54*
CAR[1,121]	63	-0.0312	-0.0048	63	0.1148	0.0440	2.05**	4.58**
CAR[2,121]	63	-0.0893	-0.0511	63	0.0261	-0.0283	2.00**	4.66**
BHAR[1,31]	63	0.0920	-0.0314	63	0.1024	0.0663	0.16	3.55*
BHAR[1,61]	63	0.0622	-0.0143	63	0.1158	0.0812	0.83	3.67*
BHAR[1,91]	63	0.0125	-0.0740	63	0.1168	0.0297	1.73*	3.72*
BHAR[1,121]	63	-0.0018	-0.0573	63	0.1146	0.0074	2.02**	4.46**
BHAR[2,121]	63	-0.0600	-0.0841	63	0.0260	-0.0554	1.99**	4.25**
Indice di rarità	63	0.3466	0.3524	63	0.9072	0.8902	42.20***	90.76***
Distanza media società	63	75.41	73.78	63	239.13	221.66	18.64***	92.86***
Distanza media redditi	63	219.00	205.18	63	262.38	240.30	4.64***	24.29***
ROE	63	-0.0081	0.0666	63	0.1117	0.0997	2.05**	4.85**
Ln(1+Età)	63	2.37	2.56	63	2.53	2.71	0.93	0.43
Ln(Assets)	63	12.32	11.9960	63	12.18	12.15	0.49	0.01

*, ** e *** denotano rispettivamente significatività statistica al 10%, 5% e 1%.



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

Questo comportamento avrebbe come logica conseguenza l’evidenza di un “sostenimento” dei prezzi di mercato che si riversa solamente sulle IPO geograficamente *Rare*, comportamento che non interesserebbe invece quelle *Non Rare*. Tale ipotesi sarà oggetto di ulteriori approfondimenti.

È possibile obiettare che le evidenze presentate siano potenzialmente inficiate dall’arbitraria scelta del *cutoff* utilizzato nel distinguere tra IPO *Rare* e *Non Rare*. Per questo motivo, si è ritenuto opportuno corroborare i risultati ottenuti, indagando l’influenza della scelta del *cutoff* sugli stessi. La Figura 3 persegue tale intento, simulando l’impatto sulle performance, misurate in termini di CAR[1;121] medio, derivante dall’inclusione graduale nel portafoglio di imprese in base a livelli di rarità via via crescente. Considerando inizialmente il primo 30-esimo percentile di IPO con Indice di Rarità più contenuto (IPO *Non Rare*), ci si muove via via lungo l’asse cartesiano delle ascisse, includendo gradualmente IPO con indice di rarità di valore sempre più elevato. Dal grafico si evince un andamento sostanzialmente monotono: mentre fino al primo 40 per cento delle IPO che presentano rarità più contenuta il CAR rimane negativo (si veda la scala di sinistra), man mano che si aggiungono nel campione IPO aventi Indice di Rarità via via crescente, le performance migliorano gradualmente e in modo sempre più consistente fino a stabilizzarsi. Il risultato di questa simulazione fornisce un indizio che sembra condurre alla conclusione che la scelta del *cutoff* per discriminare tra imprese *Rare* e *Non Rare* non sia così determinante ai fini delle risultanze presentate, ma che siano soprattutto le società caratterizzate da Indici di Rarità molto contenuti a ottenere risultati peggiori e quelle con Indici di Rarità più elevati a conseguire performance decisamente migliori. Si registra, inoltre, come l’utilizzo - al posto dell’Indice di Rarità - della distanza media dell’IPO dalle altre società al momento già quotate così come l’utilizzo dei BHAR anziché dei CAR non modifica i risultati esposti. Per rendere più intuitiva tale conclusione, nella Figura 4 abbiamo anche riportato, seguendo la medesima logica, lo stesso grafico, utilizzando però come indicatore discriminatorio la distanza media ponderata in chilometri di ogni IPO rispetto alle società già quotate (ossia il numeratore dell’Indice di Rarità). Dal grafico emerge che fino a che tale distanza rimane sotto i 150 chilometri, l’IPO tende a ottenere performance aggiustate per il rischio ne-



gative. Tale valore diviene poi positivo man mano che si includono IPO sempre più distanti dalle altre società quotate.

Nella seconda parte della Tabella 3, vengono introdotte le statistiche descrittive relativamente alle variabili volte a catturare le caratteristiche delle imprese rientranti nel campione delle IPO *Non Rare* rispetto a quelle *Rare*, caratteristiche che verranno poi utilizzate in sede di analisi di regressione lineare multivariata. Le principali variabili esplicative, ossia Indice di Rarità e distanza media dell'IPO dalle altre società e dagli investitori potenziali, sono entrambe altamente significative. Con riferimento sia all'età dell'impresa sia alla dimensione, non sembrano invece registrarsi differenze statisticamente significative, suggerendo come sotto questi aspetti le due tipologie di società non differiscano. L'età media delle *Rare* è 12 anni ($e^{2.53}$) mentre quel-

Figura 3.

Simulazione d'impatto sulle performance medie in termini di CAR[1;121] a seconda dell'inclusione via via nel campione delle IPO dal 30-esimo al 90-percentile in base all'indice di rarità

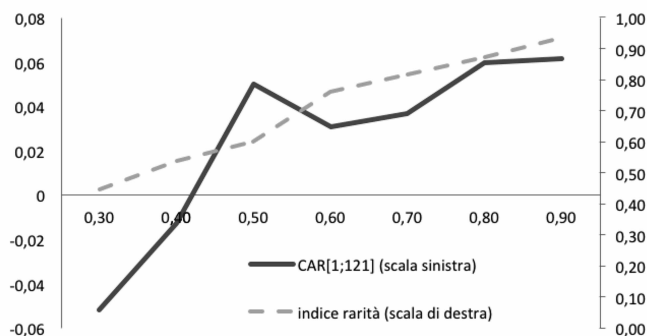
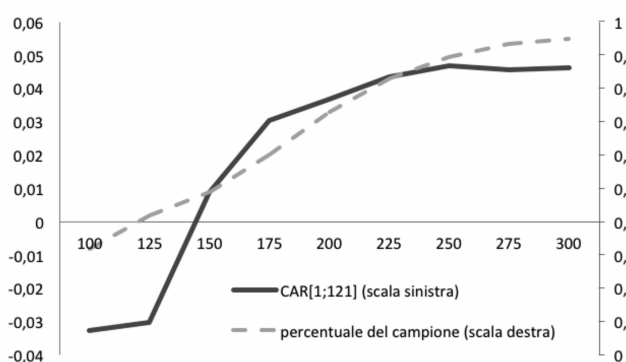


Figura 4.

Simulazione d'impatto sulle performance medie in termini di CAR[1;121] a seconda dell'inclusione via via nel campione delle IPO da quelle mediamente meno distanti (100 chilometri) a quelle mediamente più distanti (300 chilometri) alle altre società già quotate





*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

la delle *Non Rare* è piuttosto simile, ossia 11 anni ($e^{2.37}$); analoga considerazione vale con riferimento alla dimensione media pari a 195 milioni di Euro ($e^{12.18}$) per le *Rare* e 224 milioni ($e^{12.32}$) per le *Non Rare*.

Un risultato invece degno d’attenzione è il fatto che la redditività contabile, misurata in termini di ROE, delle *Rare* (11,17 per cento) è significativamente più elevata delle *Non Rare* (-0,08 per cento) e ciò può essere sintomo dell’inattendibilità delle conclusioni circa l’effetto rarità sulle performance discusse in precedenza: potrebbe infatti darsi che le migliori performance del portafoglio composto da società *Rare* siano semplicemente ascrivibili alla loro migliore redditività. Si palesa quindi l’esigenza della necessità di utilizzare un tipo di approccio multivariato.

4.3 Analisi di regressione lineare multivariata

Le Tabelle 4 e 5 propongono i risultati dell’analisi di regressione lineare multivariata volto a investigare il fenomeno depurato dalla presenza delle caratteristiche aziendali che, come si è appena osservato, potrebbero inficiare la validità dei risultati discussi, originando rapporti di causazione artificiali. È utile, innanzitutto, osservare come in tutti i Modelli di entrambe le Tabelle siano state inserite variabili *dummy* che identificassero i rispettivi segmenti/mercati di quotazione delle IPO; *dummy* anno per rimuovere da eventuali effetti di clusterizzazione temporale (Ritter, 1984a; Ljungqvist, 2007); *dummy* di appartenenza al settore (SIC primo livello) per rimuovere dall’eventuale presenza di dinamiche settoriali nelle performance in sede di IPO.

La Tabella 4 considera come variabili dipendenti le performance in IPO calcolate utilizzando la metodologia dei CAR. I primi tre Modelli (1-3) considerano come variabile esogena i CAR lungo tutta la finestra temporale (CAR[1;121]). Il Modello (1) conferma le conclusioni a cui si era giunti a livello univariato, seppur ora controllate per gli altri fattori esogeni: il coefficiente positivo dell’indice di rarità, pari a 0,34 con elevata significatività statistica, suggerisce infatti l’esistenza di un effetto positivo della rarità sulle performance aggiustate per il rischio. Per fornire interpretazione economica a tale risultato, si potrebbe osservare che un incremento dell’1 per cento dell’Indice di Rarità comporti un incremento di circa lo 0,34 per-



to nelle performance post-IPO. Utilizzando i dati riportati nella Tabella 2, le stime conducono a inferire ad esempio che, *ceteris paribus*, una IPO Lombarda, caratterizzata da un indice di rarità più contenuto (0,45), dovrebbe avere una performance post-IPO del 30 per cento più bassa rispetto a quella di una IPO Siciliana (indice di rarità 1,14) solamente per effetto del fatto di essere più rara. I calcoli sono i seguenti: $(1,32 - 0,45) \times 0,34 \approx 30\%$. In relazione alle variabili di controllo, nessuna sembra aver impatto significativo dal punto di vista statistico sulla variabile dipendente. Una volta controllato per l'anno dell'IPO, il settore della stessa e il mercato di quotazione anche la redditività contabile non risulta esplicativa nello spiegare le performance in IPO dalle stesse.

Tabella 4.
Effetto della distanza
sulle performance misurate
in termini di CAR

Al fine di approfondire ulteriormente le relazioni osservate, si è stabilito con i Modelli (2) e (3) di comprendere se le risultanze del Modello (1) fossero consistenti, disaggregando l'Indice di Rarità nelle sue componenti di numeratore e denomi-

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CAR[gg inizio; gg fine] =>	CAR[1;121]			AR[1;1]			CAR[2;121]		
Indice di rarità	0.34** (2.31)			0.04 (0.73)			0.31** (2.28)		
Ln (Distanza media da altre società)		0.31** (2.01)	0.60** (2.22)		-0.03 (-1.37)	0.08 (1.25)		0.34* (1.71)	0.52** (2.16)
Ln (Distanza media da redditi)			-0.62* (-1.74)			-0.23 (-1.07)			-0.39* (-1.76)
ROE	0.13 (0.73)	0.13 (0.68)	0.12 (1.03)	0.06 (-1.24)	-0.19 (-1.00)	-0.09	0.06 (0.42)	0.07 (0.43)	0.06 (0.38)
Ln (1+Età)	0.02 (0.78)	0.03 (0.82)	0.02 (0.76)	0.02* (1.66)	-0.02 (-0.67)	-0.01 (-0.26)	0.01 (0.25)	0.01 (0.29)	0.01 (0.23)
Ln (Assets)	-0.04 (-1.49)	-0.04 (-1.47)	-0.04 (-1.58)	-0.01 (-1.44)	-0.02 (-1.08)	-0.03 (-1.49)	-0.03 (-1.22)	-0.03 (-1.20)	-0.03 (-1.31)
Constant	-0.25 (-0.65)	-0.26 (-0.60)	0.01 (0.03)	0.31 (1.64)	0.83 (1.38)	1.69* (1.93)	-0.56* (-1.81)	-0.57* (-1.70)	-0.33 (-0.85)
Dummy Mercato di quotazione	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Dummy Anno	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Dummy Settore	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
# Osservazioni	189	189	189	189	189	189	189	189	189
R ²	0.182	0.176	0.183	0.225	0.161	0.379	0.169	0.162	0.170

*, ** e *** denotano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%. Statistiche t-test robuste tra parentesi.



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

natore. Le variabili vengono inserite nel modello in chiave logaritmica vista l’elevata asimmetria positiva che le caratterizza. Il Modello (2) mostra, anche in questo caso, come al crescere della distanza dell’IPO dalle altre società al momento già quotate cresca il rendimento corretto per il rischio realizzato da quest’ultima. Un risultato ancor più informativo perviene dal Modello 3, che considera oltre a questa variabile anche la distanza media dell’IPO dal reddito della popolazione italiana, *proxy* dell’investimento potenziale spaziale nell’IPO. Dal Modello 3 emerge infatti che se la distanza dell’IPO dalle altre società già quotate esercita un effetto positivo sulle performance (coefficiente pari a 0,60), la distanza dell’IPO dal reddito dei potenziali investitori ha invece un impatto negativo (coefficiente pari a -0,62): entrambi i coefficienti risultano statisticamente significativi almeno al livello del 10 per cento. L’interpretazione economica è in questo caso più complessa, essendo coefficienti di variabili logaritmicamente trasformate: un incremento del 10 per cento della distanza media dell’IPO rispetto a tutte le altre imprese al momento già quotate comporta quindi un incremento stimato di rendimento aggiustato per il rischio di circa il 5,7 per cento maggiore ($0,60 \times \ln(1+10\%)$) mentre la stessa variazione percentuale della distanza media della società oggetto di IPO dal reddito dei potenziali investitori sul territorio italiano comporta una contrazione del rendimento aggiustato per il rischio di circa il 6 per cento ($-0,62 \times \ln(1+10\%)$). In ogni caso, entrambi i risultati convergono nel corroborare l’idea della presenza di un effetto rarità: le performance post-IPO sarebbero dunque funzione crescente della ridotta offerta locale di titoli e funzione decrescente della limitata domanda locale di titoli da parte di potenziali investitori. Con riferimento alle altre variabili di controllo, non si registrano scostamenti significativi rispetto a quanto precedentemente riportato e discusso.

I restanti Modelli (4-9) di Tabella 4 sono finalizzati a verificare la fonte delle significatività statistiche appena riscontrate e, in particolare, se l’effetto spaziale che influisce sui rendimenti in sede di IPO è ascrivibile al momento della quotazione o se invece scaturisce in seguito, come l’analisi univariata sembra aver suggerito. Con riferimento al fenomeno dell’*underpricing* (corretto per il rischio), catturato dalla variabile AR[1;1] ossia il rendimento anomalo nel primo giorno di quotazione, tali influenze non sembrano affatto riscontrarsi, come evidenziato dal-



la mancata significatività dei coefficienti delle variabili esogene di interesse dei Modelli 4-5-6. D'altra parte, i restanti Modelli 7-8-9 mettono in luce che il fenomeno è attribuibile alle performance realizzate dall'IPO nel periodo successivo alla quotazione (CAR[2;121]), ossia una volta eliminato l'effetto indotto dalla decisione relativamente al prezzo iniziale di collocamento. Rimuovendo il rendimento anomalo di questo primo giorno, le variabili esplicative di interesse rimangono statisticamente significative nell'essere in grado di spiegare i rendimenti.

Queste indicazioni appaiono degne di approfondimenti. Dalle risultanze sembra infatti ravvisarsi che l'importanza della rarità geografica non venga percepita in sede di collocamento, non riscontrandosi infatti comportamenti disomogenei nel trattare in sede di offerta le IPO *Rare* rispetto a quelle *Non Rare*. Al tempo stesso, si osserva che l'effetto scaturisce in seguito e non tanto per un apprezzamento dei titoli *Rari* quanto piuttosto per un

Tabella 5.
Effetto della distanza
sulle performance misurate
in termini di BHAR

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CAR[gg inizio; gg fine] =>	BHAR[1;121]			BHAR[2;121]		
Indice di rarità (2.31)	0.37**			0.33**		
Ln (Distanza media da altre società)		0.31** (2.11)	0.60** (2.02)		0.37** (2.04)	0.55** (2.08)
Ln (Distanza media da redditi)			-0.56* (-1.71)			-0.32* (-1.74)
ROE	0.15 (1.05)	0.01 (0.07)	0.15 (0.99)	0.09 (0.73)	0.20** (2.44)	0.25* (1.89)
Ln (1+Età)	0.02 (0.54)	-0.02 (-0.36)	0.00 (0.02)	0.00 (0.00)	0.00 (0.01)	0.01 (0.20)
Ln (Assets)	-0.05* (-1.70)	-0.08* (-1.84)	-0.10* (-1.91)	-0.04 (-1.47)	-0.06* (-1.87)	-0.07* (-1.88)
Constant	-0.15 (-0.39)	1.30 (1.10)	2.65 (1.41)	-0.47 (-1.36)	0.46 (0.67)	0.96 (0.89)
Dummy Mercato di quotazione	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Dummy Anno	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Dummy Settore	SI	SI	SI	SI	SI	SI
# Osservazioni	189	189	189	189	189	189
R ²	0.207	0.162	0.288	0.194	0.191	0.231

*, ** e *** denotano rispettivamente significatività al 10%, 5% e 1%. Statistiche t-test robuste tra parentesi.



*“Meglio soli che accompagnati”:
analisi dell’effetto rarità geografica in sede di IPO*

Finanza aziendale

deprezzamento che interessa solamente i titoli *Non Rari*, usualmente non discriminati nella letteratura esistente. I titoli *Rari* sembrano infatti premiati dal mercato o, meglio, non penalizzati secondo quanto invece accade per gli altri. A livello latente, sembra dunque emergere che i titoli *Rari* risultino maggiormente *appealing* presso il pubblico degli investitori rispetto agli altri titoli.

È infine utile osservare, a conferma della robustezza delle evidenze fino ad ora discusse, che utilizzando le stesse specificazioni contenute nella Tabella 4 ma sostituendo ai CAR sulle diverse finestre temporali strategie *Buy-and-Hold*, si sono ottenuti risultati, riportati nella Tabella 4, non dissimilari da quelli appena commentati.

5. Conclusioni

Obiiettivo principale del presente lavoro era testare l’influenza della rarità geografica delle società oggetto di IPO sulle performance delle stesse. Utilizzando un campione composto da tutte le IPO con sede legale in Italia realizzatesi sui mercati gestiti da Borsa Italiana nell’ultimo decennio (1999-2010), i risultati convergono nell’avvalorare l’ipotesi che la rarità geografica possa rappresentare un elemento rilevante nell’influenzare il comportamento dei rendimenti azionari nel periodo post-quotazione. Alla luce di quanto riportato in queste note, infatti, le IPO geograficamente più distanti dalle altre società al momento già quotate tendono a mostrare rendimenti statisticamente superiori rispetto alle IPO che non presentano la medesima caratteristica in quanto localizzate in zone più densamente popolate da altrettante società quotate.

Tale risultato appare consistente utilizzando sia analisi di tipo univariato sia analisi di tipo multivariato e robusto a diverse specificazioni, quali ad esempio quelle relative al calcolo delle performance post-IPO che utilizzino una metodologia CAR piuttosto che BHAR. Per fornire una stima economica dell’effetto, si osserva che un incremento del 10 per cento della distanza media ponderata dell’IPO dalle altre imprese al momento già quotate comporta un incremento del rendimento aggiustato per il rischio cumulato nei 120 giorni seguenti la quotazione di circa il 5,7 per cento. In termini più espliciti, *ceteris paribus*, i risultati consentono di predire che una IPO Siciliana, so-



cietà geograficamente *Rara*, dovrebbe avere una performance post-IPO del 30 per cento superiore rispetto a una equivalente IPO Lombarda non caratterizzata dal requisito di rarità geografica.

Altrettanto interessante e degno di nota è il fatto che la distanza media dell'IPO rispetto al reddito dei potenziali investitori sul territorio dello Stato comporti un effetto opposto, ossia di contrazione del rendimento aggiustato per il rischio, di circa il 6 per cento. Entrambi i risultati corroborano l'idea che l'effetto rarità possa rappresentare una componente rilevante nel discriminare relativamente al successo di una prima quotazione. Tale fenomeno si palesa non tanto in sede di offerta, ossia di primo giorno di collocamento, quanto piuttosto in una fase successiva, suggerendo come esso non sembri essere sfruttato adeguatamente dagli operatori finanziari che fissano insieme al controllante il prezzo iniziale di collocamento del titolo.

Le indicazioni che possono essere tratte da simili evidenze sono molteplici. Da una parte, la ricerca accademica in tema di IPO si arricchisce di un originale contributo potenzialmente in grado di favorire la comprensione di un fenomeno fino a ora sconosciuto. Il fatto che gli investitori "premino" titoli geograficamente rari potrebbe infatti aiutare a interpretare l'inconclusività dei test empirici fino a ora condotti in tema di IPO, che hanno ignorato questo aspetto che tende ad apparire invece alquanto cruciale. Le modeste performance di Borsa, fenomeno normalmente attribuito indiscriminatamente a tutte le IPO, sembrano infatti da confinarsi alle sole IPO *Non Rare*. Più in generale, i risultati della ricerca avvalorano l'importanza della localizzazione spaziale nell'interpretare accadimenti di tipo economico-finanziari, inquadrandosi questo studio perfettamente in quella innovativa letteratura volta ad analizzare gli effetti geografici sulle scelte degli investitori. Se è vero che gli economisti già da secoli hanno rilevato gli effetti della localizzazione spaziale sul valore dell'impresa, i risultati di questi studi ribadiscono che essa ha effetto sì sul valore dell'impresa ma anche passando dalle scelte degli investitori che negoziano azioni di società quotate e tramite la loro preferenza influenzano il valore dei titoli.

Dal punto di vista degli *operatori* – quali ad esempio i curatori del collocamento, gli investitori, o più in generale gli imprenditori potenzialmente in grado di optare per la quotazione

della propria società – questa ricerca porta alla luce un fenomeno fino ad ora trascurato nelle analisi quotidiane volte a far scaturire le determinanti di una scelta finanziaria così importante per la vita aziendale. Solo per citare alcuni esempi, le banche d'investimento che curano il collocamento potrebbero tener conto, nella propria azione di marketing, del fatto che le azioni in IPO potrebbero essere più facilmente sottoscritte da risparmiatori ubicati nelle vicinanze della sede dell'impresa, soprattutto nel caso in cui manchino (o siano alquanto limitate) società già quotate presenti in zona.

Inoltre, il management di imprese non ancora quotate che volessero finanziarsi a costi contenuti potrebbero trovare nel fatto di essere rare sul territorio un motivo in più per quotarsi a costi vantaggiosi, sfruttando questa preferenza geografica degli investitori. Infine, questi ultimi potrebbero utilizzare l'informazione concernente la rarità per determinare la qualità dell'offerta di prima quotazione, probabilmente associabile al fatto che più facilmente gli investitori di queste imprese tenderanno a detenere tali titoli su più lunghi orizzonti temporali. L'attività di sostegno dei titoli da parte di *specialist* sarebbe, tra l'altro, meno necessaria con riferimento a questa tipologia di emissioni azionarie.

Se innegabile sarebbe l'importanza delle implicazioni che potrebbero scaturire per i privati, altrettanto evidenti sarebbero le implicazioni per il *policy maker*, nel suo tentativo continuo di innescare circoli virtuosi in aree economicamente depresse del Paese. Con riferimento alla situazione italiana, sarebbero infatti le imprese localizzate in tali aree a essere avvantaggiate da questo effetto grazie alla possibilità di finanziarsi sul mercato, *ceteris paribus*, a costi inferiori rispetto alle altre quale conseguenza da una parte della loro rarità geografica e dall'altra della non irrilevante domanda da parte di investitori locali nelle medesime aree.

In sintesi, i risultati ottenuti mettono l'accento su una variabile, quella della localizzazione spaziale, fino ad ora trascurata, almeno in maniera esplicita, che al contrario sembrerebbe rivelarsi cruciale nel fornire interpretazione agli accadimenti che investono il campo di azione della finanza aziendale e più in generale dei mercati finanziari. Le future ricerche potrebbero indirizzarsi a osservare tali dinamiche in una logica di comparazione internazionale, nell'intento di comprendere se, ove vi sia

una maggior presenza di *local home bias*, si registri in misura più accentuata il fenomeno qui indagato. Ancora, sarebbe utile comprendere se esso sia funzione di differenziazioni geografiche di tipo culturale che possono variare consistentemente da paese a paese e se esso sia un fenomeno *time-varying*, in grado di venir meno nel corso del tempo per effetto di una maggior evoluzione dei mercati finanziari e della sofisticazione “mentale” degli investitori. Infine, le dinamiche di fissazione dei prezzi di collocamento e la microstruttura del mercato nel periodo successivo all’IPO potrebbero essere a nostro avviso analizzate tenendo in debita considerazione questa nuova e promettente chiave interpretativa.

Bibliografia

- ADLER M., DUMAS B. (1983), “International portfolio choice and corporation finance: A synthesis”, *The Journal of Finance*, vol. 38, n. 3, pp. 925-84.
- AGGARWAL R., RIVOLI P. (1990), “Fads in the Initial Public Offerings market?”, *Financial Management*, vol. 19, pp. 45-57.
- AKTAS R., AYDOGAN K., BAHAR KARAN M. (2003), *Forecasting short run performance of Initial Public Offerings in the Istanbul stock exchange*, Unpublished Working Paper.
- AL-SHAMMARI H.A., BELL R.G., MOORE C.B. (2008), “Country of origin and foreign IPO legitimacy: Understanding the role of geographic scope and insider ownership”, *Entrepreneurship Theory and Practice* vol. 32, pp. 185-202.
- ALLEN F., FAULHABER G.R. (1989), “Signaling by underpricing in the IPO market”, *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 303-24.
- AROSIO R., GIUDICI G., PALEARI S. (2000), *What drives the initial market performance of Italian IPOs? An empirical investigation on underpricing and price support*, Unpublished Working Paper, Politecnico di Milano.
- BARON D.P. (1982), “A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues”, *The Journal of Finance*, vol. 37, n. 4, pp. 955-76.
- BARBER B., LYON J.D. (1997), “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics”, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, pp. 341-72.
- BASCHIERI G., CAROSI A., MENGOLI S. (2010), “La geografia delle società quotate Italiane e i potenziali effetti sui valori di borsa: Azioni e buoi dei paesi tuoi”, *Banca Impresa e Società*, vol. 1, pp. 145-73.
- BLACK F. (1974), “International capital market equilibrium with investment barriers”, *Journal of Financial Economics*, vol. 1, n. 4, pp. 337-52.

- 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.
- BOREIKO D., LOMBARDO S. (2009), *Stabilization activity in Italian IPOs*, ECGI Finance Working Paper n. 270/2009.
- BOREIKO D., LOMBARDO S. (2011), "Italian IPOs: Allocations and claw back clauses", *International Financial Markets, Institution, and Money*, vol. 21, pp. 121-43.
- BRENNAN M.J., CAO H.H. (1997), "International portfolio investment flows", in *The Journal of Finance*, vol. 52, n. 5, pp. 1851-880.
- BRENNAN M.J., FRANKS J. (1997), "Underpricing, ownership and control in Initial Public Offerings of equity securities in the UK", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, n. 3, pp. 391-413.
- CASSIA L., GIUDICI G., PALEARI S., REDONDI R. (2004), "IPO underpricing in Italy", *Applied Financial Economics*, vol. 14, n. 3, pp. 179-94.
- CHEMMANUR T.J. (1993), "The Pricing of Initial Public Offers: A dynamic model with information production", *Journal of Financial Economics*, vol. 48, n. 1, pp. 285-304.
- COOPER I., KAPLANIS E. (1994), "Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium", *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", *The Journal of Finance*, vol. 54, n. 6, pp. 2045-73.
- COVAL J.D., MOSKOWITZ T.J. (2001), "The geography of investment: Informed trading and asset prices", *The Journal of Political Economy*, vol. 109, n. 4, pp. 811-41.
- DALLE VEDOVE F., GIUDICI G., RANDONE P.A. (2005), "The evolution of Initial Public Offerings in Italy", *Bit Notes – Borsa Italiana*, vol. 14.
- DE SANTIS G., GERARD B. (1997), "International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk", *The Journal of Finance*, vol. 52, n. 5, pp. 1881-912.
- ELDOR R., PINES D., SCHWARTZ A. (1988), "Home asset preference and productivity shocks", *Journal of International Economics*, vol. 25, nn. 1-2, pp. 165-76.
- FAIRCHILD R. (2007), *Managerial overconfidence, agency problems, financing decisions and firm performance*, Unpublished Working Paper, University of Bath.
- FAMA E., FRENCH K. (1992), "The cross-section of expected stock returns", *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 3, pp. 427-65.
- FRENCH K.R., POTERBA J.M. (1991), "Investor diversification and international equity markets", *The American Economic Review*, vol. 81, n. 2, pp. 222-26.
- GEHRIG T. (1993), "An information based explanation of the dome-

- stic bias in international equity investment”, *Scandinavian Journal of Economics*», vol. 95, n. 1, pp. 97-109.
- GIUDICI G., PALEARI S. (2003), “Should firms going public enjoy tax benefits? An analysis of the Italian experience in the 1990s”, *European Financial Management*, vol. 9, n. 4, pp. 513-34.
- GRINBLATT M., HWANG C. (1989), “Signaling and the underpricing of new issues”, *The Journal of Finance*, vol. 24, n. 1, pp. 13-31.
- GRINBLATT M., KELOHARJU M. (2001), “How distance, language, and culture influence stockholdings and trades”, *The Journal of Finance*, vol. 56, n. 3, pp. 1053-73.
- GRUBEL H. (1968), “Internationally diversified portfolios: Welfare gains and capital flows”, *The American Economic Review*, vol. 58, n. 5, pp. 1299-314.
- HENSLER D. (1995), “Litigation costs and the underpricing of Initial Public Offerings”, *Managerial and Decision Economics*, vol. 8, pp. 111-28.
- 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. (2008), “The only game in town: Stock-price consequences of local bias”, *Journal of Financial Economics*», vol. 90, n. 1, pp. 20-37.
- HUBERMAN G. (2001), “Familiarity breeds investment”, *The Review of Financial Studies*, vol. 14, n. 3, pp. 659-80.
- HUGHES P.J., THAKOR A.V. (1992), “Litigation risk, intermediation, and the underpricing of Initial Public Offerings”, *Review of Financial Studies*, vol. 5, n. 4, pp. 709-42.
- IBBOTSON R.G. (1975), “Price performance of common stock new issues”, *Journal of Financial Economics*, vol. 2, n. 3, pp. 235-72.
- IBBOTSON R.G., JAFFE J.F. (1975), “Hot issue” markets, in *The Journal of Finance*, vol. 30, n. 4, pp. 1027-42.
- IVKOVIC Z., WEISBENNER S. (2005), “Local does as local is: Information content of the geography of individual investors common stock investments”, *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”, *Journal of Financial Economics*, vol. 46, n. 1, pp. 3-28.
- LEVY H., SARNAT M. (1970), “International diversification of investment portfolios”, *The American Economic Review*, vol. 50, n. 4, pp. 668-75.
- LJUNGQVIST A., WILHELM W. (2003), “IPO pricing in the dot-com bubble”, *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 2, pp. 723-52.
- LJUNGQVIST A. (2007), “IPO underpricing”, in E. Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 375-422
- LOGUE D.E. (1973), “On the pricing of unseasoned equity issues:

- 1965-1969", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 8, n. 1, pp. 91-103.
- LOUGHRAN T., RITTER J.R., RYDQVIST K. (1994), "Initial Public Offerings: International insights", *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, pp. 165-99.
- LOUGHRAN T., RITTER J.R. (1995), "The new issues puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 50, n. 1, pp. 23-51.
- MEGGINSON W.L., WEISS K.A. (1991), "Venture capitalist certification in Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 3, pp. 879-903.
- MILLER E.M. (1977), "Risk, uncertainty, and divergence of opinion", *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 4, pp. 1151-68.
- PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L. (1998), "Why do companies go public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, vol. 53, n. 1, pp. 27-64.
- RIGAMONTI S. (2005), *Nuove quotazioni alla Borsa italiana: separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*, Milano, Franco Angeli.
- RIGAMONTI S. (2008), "Evolution of ownership and control in Italian IPO firms", *Corporate Ownership and Control*, vol. 6, pp. 312-33.
- RITTER J.R. (1984a), "The hot issue market of 1980", *Journal of Business*, vol. 57, n. 2, pp. 215-40.
- RITTER J.R. (1984b), "Signaling and the valuation of unseasoned new issues: A comment", *The Journal of Finance*, vol. 39, n. 4, pp. 1231-37.
- RITTER J.R. (1991), "The long-run performances of Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 1, pp. 3-27.
- ROCK K. (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 187-212.
- RYDQVIST K. (1997), "IPO underpricing as tax-efficient compensation", *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, n. 3, pp. 295-313.
- SOLNIK B. (1974), "Why not diversify internationally rather than domestically?", *Journal of Economics and Business*, vol. 30, n. 4, pp. 48-54.
- STULZ R.M. (1981), "On the effects of barriers to international investment", *The Journal of Finance*, vol. 36, n. 4, pp. 923-34.
- TESAR L.L., WERNER I. (1995), "Home bias and high turnover", *Journal of International Money and Finance*, vol. 14, n. 4, pp. 467-92.
- TINIC S.M. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *The Journal of Finance*, vol. 43, n. 4, pp. 789-822.
- UPPAL R. (1993), "A general equilibrium model of international portfolio choice", *The Journal of Finance*, vol. 48, n. 2, pp. 529-54.
- WELCH I. (1992), "Sequential sales, learning, and cascades", *The Journal of Finance*, vol. 47, n. 2, pp. 695-732.