



El Trimestre Económico

ISSN: 0041-3011

trimestre@fondodeculturaeconomica.com

Fondo de Cultura Económica

México

González, Marcelo; Farías, Pablo

Desempeño operacional posterior a la oferta pública inicial de acciones de las empresas
chilenas

El Trimestre Económico, vol. LXXVI (3), núm. 303, julio-septiembre, 2009, pp. 751-773

Fondo de Cultura Económica

Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=31340960007>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

DESEMPEÑO OPERACIONAL POSTERIOR A LA OFERTA PÚBLICA INICIAL DE ACCIONES DE LAS EMPRESAS CHILENAS*

*Marcelo González y Pablo Farías***

RESUMEN

En general, la evidencia empírica internacional ha documentado que las empresas que efectúan una IPO (*Initial Public Offering*, oferta pública inicial) de acciones presentan en el largo plazo un inferior desempeño financiero y operacional al mostrado por empresas de similares características. Pese a las pruebas internacionales, las empresas IPO chilenas no han mostrado un peor desempeño financiero (véase, por ejemplo, Aggarwal *et al*, 1993; Celis y Maturana, 1998). En cuanto al desempeño operacional, éste no ha sido estudiado para el caso chileno. En este artículo se documenta que las empresas IPO chilenas no mostraron un inferior desempeño operacional y tampoco presentaron un incremento en los costos de agencia posterior a la IPO. Posibles causas y efectos de estos resultados son comentados por los autores.

ABSTRACT

In general, the international empirical evidence has documented that the IPO firms experiences a poor financial and operating performance. Despite international evidence, Chilean IPO firms have not shown a poor financial performance (*e.g.*, Aggarwal *et al*, 1993; Celis and Maturana, 1998). With

* *Palabras clave*: oferta pública inicial, mercado accionario, emisión de acciones, desempeño operacional. *Clasificación JEL*: G11, G14, G34, M13, M40. Artículo recibido el 10 de abril y aceptado el 21 de junio de 2008.

** Escuela de Negocios, Universidad de Chile (correos electrónicos: mgonzalez@unegocios.cl y pfarias@fen.uchile.cl).

regard to the post-issue operating performance of Chilean IPO firms, it has not been investigated. This article documented that these firms have not shown a poor operating performance. Likewise, Chilean IPO firms have not shown an increase in costs agency after the IPO. Possible antecedents and implications of these results are discussed.

INTRODUCCIÓN

En 2008 VISA Inc. obtuvo 17.9 mil millones de dólares, completando la IPO (*Initial Public Offering*, oferta pública inicial) más grande de la historia. Pese a la enorme popularidad que tiene este tipo de financiación en las empresas, tanto investigadores como administradores no han alcanzado un total consenso respecto a su rendimiento en el largo plazo.

De acuerdo con Ritter y Welch (2002) el desempeño de largo plazo puede ser el campo más controversial de la investigación en IPO, con algunos investigadores con otro punto de vista de mercados eficientes y otros investigadores con un punto de vista de comportamiento. En general, la evidencia empírica internacional ha verificado el enfoque de comportamiento, es decir, que las empresas que efectúan una IPO tienen en el largo plazo un peor desempeño financiero (rentabilidad para el accionista) y operacional (resultados contables) en comparación con empresas de similares características.

No obstante, en Chile la evidencia empírica no muestra con significación estadística un inferior desempeño financiero de largo plazo de las empresas IPO (véase, por ejemplo, Aggarwal *et al*, 1993; Celis y Maturana, 1998). En cuanto al desempeño operacional, éste no ha sido estudiado para el caso chileno. El desempeño financiero de largo plazo, dependiente de la evolución de las expectativas de los inversionistas, no forzosamente está asociado al desempeño operacional. Por ejemplo, las empresas IPO chilenas podrían haber presentado un inferior desempeño operacional posterior a la IPO, y aun así los inversionistas podrían haber anticipado estos magros resultados al momento de la IPO, manteniendo el desempeño financiero de largo plazo de las empresas IPO normal en comparación con empresas de similares características.

Con el objetivo de dilucidar si las empresas IPO chilenas presentaron o no un inferior desempeño operacional de largo plazo, en este artículo se analiza el desempeño operacional de 56 empresas que efectuaron una IPO en Chile entre octubre de 1991 y diciembre de 1998. Esta muestra de empresas IPO se

caracteriza por no haber demostrado un inferior desempeño financiero de largo plazo posterior a la IPO (Aggarwal *et al*, 1993; Celis y Maturana, 1998).

I. DESEMPEÑO OPERACIONAL DE LAS EMPRESAS IPO

1. *Evidencia internacional*

En un número importante de países se ha demostrado tanto un inferior desempeño financiero como operacional de largo plazo de las empresas IPO. Específicamente, empresas IPO en los Estados Unidos (Jain y Kini, 1994; Mikkelsen *et al*, 1997), Italia (Pagano *et al*, 1998), Francia (Serve, 2004), Japón (Cai y Wei, 1997; Kutsuna *et al*, 2002), Australia (Balatbat *et al*, 2004), España (Álvarez y González, 2001), China (Chen *et al*, 2002; Chi y Padgett, 2003; Shi-Rong, 2005) y Tailandia (Kim *et al*, 2004) han presentado tanto un inferior desempeño financiero como un inferior desempeño operacional posterior a la IPO.

El pobre desempeño operacional no es un fenómeno exclusivo de las IPO de acciones. McLaughlin *et al* (1998) han demostrado un inferior desempeño operacional tanto para emisiones de deuda como para emisiones de patrimonio. No obstante, demuestran que estas caídas son mayores para emisores de patrimonio. Similarmente, Loughran y Ritter (1997), McLaughlin *et al* (1998), y Lukose y Rao (2003) informan que el desempeño operacional también cae para las empresas que efectúan SEO (*Seasoned Equity Offering*) comparado con las empresas de control que no emitieron patrimonio. A su vez, Kaplan (1989), Muscarella y Vetsuypens (1990) y Smith (1990) documentan un mejoramiento en el desempeño operacional de las empresas que hacen la transición inversa, es decir, que abandonan la bolsa. En la bibliografía es posible encontrar cuatro determinantes de un peor/mejor desempeño operacional de largo plazo de las empresas IPO, los cuales están relacionados directa o indirectamente con la presencia de asimetrías de información y/o conflictos de interés entre antiguos y nuevos accionistas (Belden *et al*, 2001; Degeorge y Zeckhauser, 1993; Jain y Kini, 1994):

a) *Empresas IPO salen a bolsa cuando experimentan un superior desempeño operacional, disminuyendo su desempeño operacional de largo plazo posterior a la IPO.* El modelo de Myers y Majluf (1984) argumenta que los administradores con información privada superior tienen incentivos a emitir patrimonio cuando éste está sobrevaluado. Lucas y McDonald (1990) es-

tablecieron un modelo de información asimétrica en el que las empresas terminan posponiendo su emisión de acciones si los administradores saben que estas acciones se encuentran subvaluadas. Emisiones de acciones podrían ser coincidentes con un buen desempeño operacional inusual. Por tanto, si una compañía experimenta un superior desempeño operacional temporal, salir a bolsa puede ser motivado por la esperanza de los accionistas controladores de que los inversionistas perciban aquel desempeño operacional como permanente (Pagano *et al*, 1998; McConaughy *et al*, 1995; Ritter, 1991; Schultz, 2003).

b) *Empresas IPO efectúan maquillajes contables y/o son menos conservadoras contablemente al momento de la IPO, que disminuye su desempeño operacional de largo plazo posterior a la IPO.* Los administradores con objeto de salir a público podrían exteriorizar mejores resultados operacionales antes de la emisión, incrementando artificialmente el desempeño operacional. Burgstahler y Dichev (1997) indican que los administradores son más propensos a manipular subiendo las ganancias que bajándolas. Esto sugiere que la reversión a la media es más probable después de un aumento de la utilidad, que de un descenso (Lie, 2001). Por otra parte, Basu (1997) argumenta que empresas conservadoras contablemente presentan pérdidas inmediatamente y difieren utilidades a lo largo del tiempo, lo que podría indicar que las empresas IPO son contablemente menos conservadoras al momento de salir a público.

c) *Incrementos en los costos de agencia en la empresa IPO disminuyen el desempeño operacional de largo plazo posterior a la IPO.* Una empresa al abrirse en bolsa, debido a la dilución de propiedad y la disminución en el *leverage* (es decir, proporción deuda/patrimonio), sus costos de agencia podrían aumentar, lo que disminuye el desempeño operacional de la empresa IPO. La reducción en la propiedad por parte de los accionistas controladores se asemeja al problema de agencia descrito por Jensen y Meckling (1976). Como resultado de los conflictos de interés entre antiguos y nuevos accionistas, el desempeño operacional podría sufrir los incentivos que tienen los antiguos accionistas de aumentar el consumo no pecuniario. Además, la disminución en el *leverage* puede incrementar los costos de agencia del flujo de caja libre disponible por los administradores (Jensen, 1986).

d) *Factores competitivos que enfrenta la empresa IPO pueden mejorar el desempeño operacional de largo plazo posterior a la IPO.* La supervisión de los mercados financieros puede permitir mantener los desempeños opera-

cionales anteriores a la IPO (McConaughy *et al*, 1995). Además, el mercado laboral de los administradores y empleados, la rivalidad entre proveedores, la rivalidad entre competidores y la amenaza de fusiones y adquisiciones pueden mantener la eficacia y eficiencia de las empresas IPO, así como niveles normales el desempeño operacional de largo plazo de estas empresas (Fama, 1980; McConaughy *et al*, 1995). Por ejemplo, los administradores y empleados tienen importantes incentivos a conservar el desempeño operacional de la empresa IPO, si existe la amenaza de que la empresa sea comprada (Stultz, 1988).

2. Evidencia chilena

En general, la bibliografía internacional ha verificado que las empresas que efectúan una IPO obtienen en el largo plazo un peor desempeño financiero (rentabilidad para el accionista) y operacional (resultados contables) en comparación con empresas de similares características (véase cuadro 1).

CUADRO 1. *Evidencia empírica internacional*

País	Periodo	Inferior desempeño financiero	Inferior desempeño operacional	Retención de propiedad (porcentaje)	Competitividad puntaje IMD		
					1989	2001	2008
Estados Unidos	1976-1988	Sí	Sí	73	93	100	100
Italia	1982-1992	Sí	Sí	65	N.A.	50	47
Japón	1971-1992	Sí	Sí	60	100	58	70
Australia	1976-1993	Sí	Sí	55	78	76	84
Francia	1996-2000	Sí	Sí	73	N.A.	60	66
España	1985-1997	Sí	Sí	69	N.A.	60	58
China	1996-1997	Sí	Sí	N.A.	N.A.	50	74
Tailandia	1987-1993	Sí	Sí	35	64	43	63
Mediana		Sí	Sí	65	85	59	68
Chile	1991-1998	No	?	84	N.A.	60	64

No obstante, en Chile la evidencia empírica no muestra con significación estadística caídas en el desempeño financiero de largo plazo de las empresas IPO (Aggarwal *et al*, 1993; Celis y Maturana, 1998). En cuanto al desempeño operacional, éste no ha sido estudiado. Dado que la evidencia empírica internacional ha mostrado que las empresas IPO presentan un pobre desempeño operacional en el largo plazo, en Chile se esperaría un similar resultado (véase cuadro 1). Sin embargo, hay varios antecedentes que permiten señalar lo contrario para el caso chileno:

a) *Las empresas IPO chilenas no han mostrado un inferior desempeño financiero de largo plazo posterior a la IPO.* En los países en que se ha demostrado caídas en el desempeño operacional de largo plazo de las empresas IPO, también se ha demostrado un inferior desempeño financiero de estas empresas. Sin embargo, en Chile las empresas IPO no presentaron un inferior desempeño financiero de largo plazo (Aggarwal *et al*, 1993; Celis y Maturana, 1998), lo que podría sugerir la no existencia también de un inferior desempeño operacional de estas empresas.

b) *Retención alta de propiedad de las empresas IPO chilenas.* Jain y Kini (1994) documentaron que las empresas IPO con mayor retención de propiedad presentan un mejor desempeño operacional que empresas IPO con menor retención de propiedad. Las empresas IPO chilenas se han caracterizado por presentar una retención alta de propiedad en comparación con lo observado comúnmente en el mundo (véase cuadro 1), lo que podría reducir enormemente los conflictos de interés entre antiguos y nuevos accionistas en comparación con las IPO efectuadas en el resto del mundo, reduciendo los costos de agencia que han enfrentado las IPO en otros países.

c) *Competitividad de Chile.* Diversos factores competitivos, entre los que destacan el mercado laboral de los administradores y empleados en general, la rivalidad entre proveedores, la rivalidad entre competidores y la amenezza de fusiones y adquisiciones se presentaron de manera intensiva en Chile durante el periodo analizado (Bianchi y Ostalé, 2006; Hidalgo *et al*, 2008; Maquieira *et al*, 2007). Estos factores probablemente lograron mantener la competitividad y desempeño de las empresas IPO chilenas a la par de las empresas no IPO. No obstante, la competitividad de Chile es claramente inferior a países como los Estados Unidos y Australia (véase cuadro 1) (IMD, 2008), países en que también las empresas IPO han mostrado un inferior desempeño financiero y operacional de largo plazo posterior a la IPO. Consecuentemente, la explicación de factores competitivos no podría ser del todo fundamentada.

En resumen, dado que en Chile las empresas IPO no han presentado caídas en el desempeño financiero de largo plazo y dada la alta retención de propiedad que experimentaron las IPO en Chile, se sugieren las siguientes hipótesis de investigación:

Hipótesis 1. En Chile, las empresas que efectuaron IPO entre 1991 y 1998 no presentaron un inferior desempeño operacional de largo plazo posterior

a la IPO en comparación con empresas equivalentes en industria, tamaño y desempeño operacional pre IPO.

Hipótesis 2: En Chile las empresas que efectuaron IPO entre 1991 y 1998 no presentaron un incremento en los costos de agencia posterior a la IPO.

II. METODOLOGÍA

Con el objetivo de analizar el desempeño operacional de largo plazo de las empresas que efectuaron una IPO en Chile y comprobar las hipótesis propuestas en este trabajo, se seguirá una metodología que consta de cinco etapas, compuesta de los procedimientos usados por los principales investigadores que han analizado desempeños operacionales (Jain y Kini, 1994; Loughran y Ritter, 1997; Lukose y Rao, 2003).

1. *Operacionalización de las hipótesis*

Con el objetivo de comprobar las hipótesis propuestas fue necesario comparar el desempeño operacional pos IPO de las empresas que efectuaron una IPO (muestra de empresas IPO) contra empresas de control (muestra de empresas de control) equivalentes en industria, tamaño y desempeño operacional pre IPO a las empresas IPO.

2. *Medidas de desempeño operacional*

Para medir el desempeño operacional de las empresas IPO se realizó una recopilación de las principales variables usadas por los investigadores y se analizó su aplicabilidad a la realidad chilena (por ejemplo, diferencias en la contabilidad, información en prospectos). El cuadro 2 presenta las variables operacionales que fueron seleccionadas para medir el desempeño operacional y verificar la primera hipótesis propuesta en esta investigación. El cuadro 3 presenta las dos variables operacionales utilizadas para medir la evolución de los costos de agencia y verificar la segunda hipótesis propuesta en esta investigación. Además, con el objetivo de analizar con mayor profundidad el desempeño operacional de las empresas IPO se analizaron otras diez variables (véase cuadro 4). Finalmente, el procedimiento para medir el desempeño operacional será medir el crecimiento porcentual de la variable en el periodo analizado (Jain y Kini, 1994; Loughran y Ritter, 1997; Lukose y Rao, 2003).

CUADRO 2. *Variables utilizadas para medir el desempeño operacional*

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>	<i>Bibliografía relevante</i>
Rentabilidad sobre activos 1 (ROA)	Utilidad neta/activos	Cai y Wei (1997), Kutsuna <i>et al</i> (2002), Loughran y Ritter (1997)
Rentabilidad sobre activos 2 (ROI)	UAII/activos	Kim <i>et al</i> (2004), Lukose y Rao (2003)
Rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)	Utilidad neta/patrimonio contable	Kutsuna <i>et al</i> (2002)
Resultado operacional sobre activos	Resultado operacional/activos	Cai y Wei (1997), Jain (1996), Jain y Kini (1994)

CUADRO 3. *Variables utilizadas para medir los costos de agencia*

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>	<i>Bibliografía relevante</i>
Proporción de gastos (<i>Operating Expense-to-Annual Sales Ratio</i>)	Gastos operacionales/ventas	Ang <i>et al</i> (2000)
Proporción de utilización de activos (<i>Annual Sales-to-Total Assets Ratio</i>)	Ventas/activos	Jain y Kini (1994), Ang <i>et al</i> (2000)

3. *Empresas de control* (matching firms)

Para seleccionar las empresas de control se usó el algoritmo sugerido por Barber y Lyon (1996) y usado por la mayoría de los estudios que analizan desempeños operacionales. De la muestra de control se selecciona una empresa de control siguiendo los siguientes requerimientos: *i*) por industria, equivalente código CIU (Barber y Lyon, 1996; Jain y Kini, 1994; Lie, 2001; Loughran y Ritter, 1997; McLaughlin *et al*, 1998); *ii*) por tamaño de activos en el año $t-1$, deben equivaler entre 25 y 200% del tamaño de activos de la empresa IPO (Loughran y Ritter, 1997); *iii*) por desempeño operacional pre IPO, la empresa con el ROA más cercano en el año $t-1$ es elegida como empresa de control (Lie, 2001; Loughran y Ritter, 1997; Lukose y Rao, 2003; Nohel y Tarhan, 1998).

Si no concurren empresas de control con equivalente código CIU (crite-

CUADRO 4. *Otras variables operacionales*

<i>Variable</i>	<i>Definición</i>	<i>Bibliografía relevante</i>
Ventas	Ingresos por explotación	Cai y Wei (1997), Jain y Kini (1994)
Activos	Total activos contables	Belden <i>et al</i> (2001)
Resultado operacional	Resultado de explotación	Cai y Wei (1997)
Utilidad neta	Utilidad (pérdida) líquida	Cai y Wei (1997)
UAII	Utilidad antes de impuestos más gastos financieros	Lukose y Rao (2003)
Cobertura gastos financieros (<i>Coverage</i>)	UAII/gastos financieros	Pagano <i>et al</i> (1998)
Proporción deuda/activos (<i>Leverage 1</i>)	Total deuda/total activos	Kutsuna <i>et al</i> (2002)
Proporción deuda largo plazo/patrimonio (<i>Leverage 2</i>)	Deuda de largo de plazo/total pa- trimonio contable	Kutsuna <i>et al</i> (2002), Lukose y Rao (2003)
Margen operacional (<i>Operating Margin</i>)	Resultado operacional/ ventas	Jain y Kini (1994), McConaughy <i>et al</i> (1995)
Margen neto (<i>Net Margin</i>)	Utilidad neta/ventas	Loughran y Ritter (1997), McConaughy <i>et al</i> (1995)

rio 1), las empresas de control con activos equivalentes (en el año 1) entre 90 y 110% de la empresa IPO son clasificadas por sus ROA, y la empresa con el más similar ROA es elegida como empresa de control (Loughran y Ritter, 1997) (criterio 2). Si no se encuentran empresas de control para este segundo criterio la empresa perteneciente a la muestra de control con el ROA más cercano en el año 1 es elegida como empresa de control (criterio 3).

a) *¿Por qué controlar por industria?* El control por clasificación industrial desea evitar los efectos motivados por razones de la industria y la economía en general, que distorsionen el desempeño operacional de largo plazo de las empresas IPO (Barber y Lyon, 1996; Jain y Kini, 1994; Lie, 2001; Lukose y Rao, 2003; McLaughlin *et al*, 1998).

b) *¿Por qué controlar por tamaño?* Ritter y Welch (2002) dan cuenta que en general las empresas IPO han sido tildadas como empresas pequeñas. Así, el fenómeno de pobre desempeño de largo plazo no estaría asociado al hecho de ser IPO, sino a las características de las empresas que predominan en este grupo.

c) *¿Por qué controlar por desempeño operacional?* Lie (2001) documenta

que es más importante controlar por desempeño que por el cambio en el desempeño y proporciones bolsa/libro, sin embargo, para estos dos últimos encuentra que producen pruebas estadísticas confiables. Al controlar por desempeño operacional se elimina las diferencias de desempeño ya existentes pre IPO (Lie, 2001; Lukose y Rao, 2003; McLaughlin *et al*, 1998).

4. Pruebas estadísticas

Debido a la existencia de observaciones extremas en las mediciones del desempeño operacional, el estadístico no paramétrico prueba de *Wilcoxon signed-ranks* es una prueba estadística más poderosa que las pruebas estadísticas paramétricas (Barber y Lyon, 1996; Kim *et al*, 2004; Lie, 2001; Lukose y Rao, 2003). Como consecuencia, diversos estudios han utilizado esta prueba estadística no paramétrica (Barber y Lyon, 1996; Jain y Kini, 1994; Kutsuma *et al*, 2002; Lie, 2001; Loughran y Ritter, 1997; Lukose y Rao, 2003; McLaughlin *et al*, 1998; Shiah-Hou, 2005), la cual comprueba la hipótesis nula de que la media del desempeño operacional anormal es igual a 0 (Lukose y Rao, 2003). El estadístico Z es computado como en Anderson *et al* (1999), Hair *et al* (1999), Keppel (1991), Neter *et al* (1996), Newbold (1998):

$$Z = \frac{D - E(D)}{D} \quad (1)$$

$$E(D) = \frac{n(n-1)}{4} \quad (2)$$

$$D = \sqrt{\frac{n(n-1)(2n-1)}{24}} \quad (3)$$

en que n es igual al número de observaciones controladas para el periodo y D es el resultado de clasificar los valores absolutos de las diferencias entre la medida de desempeño operacional de la empresa IPO menos la medida de desempeño operacional de la empresa de control de 1 hasta n . La suma de las clasificaciones de las diferencias con saldo positivo corresponde al valor de D .

5. Generación de los datos

Entre las limitaciones para investigar las IPO chilenas se pudo constatar la inexistencia de un registro público de éstas y la dificultad de obtener la tota-

lidad de las características de una IPO. Celis y Maturana (1998) consideran que la IPO de “San Pedro” efectuada en octubre de 1991 fue la primera IPO realizada con los estándares internacionales, debido a que un asegurador (*underwriter*) preparó un prospecto, hizo un esfuerzo de vender y lideró un proceso de colocación en el mercado de acciones. Además, se decidió no incluir la muestra de IPO efectuadas antes de octubre de 1991, debido a que los efectos de las altas tasas de inflación y privatizaciones chilenas pueden distorsionar los resultados (Aggarwal *et al*, 1993; Megginson *et al*, 1994). Por tanto, la muestra fue recabada de un total de 60 IPO realizadas en Chile entre octubre de 1991 y diciembre de 1998. Por otra parte, la muestra de control sólo incluye a las empresas que salieron a bolsa antes de 1987, es decir, cinco años antes de la primera IPO de la muestra (Loughran y Ritter, 1997; Lukose y Rao, 2003; McLaughlin *et al*, 1998). Consecuentemente, la muestra de control está compuesta por 66 empresas de control.

Con el objetivo de explorar el desempeño operacional pos IPO de las empresas que efectuaron una IPO en Chile durante los años noventa y comprobar la hipótesis propuesta, se recopiló información operacional (en *fecus*, prospectos, diarios, memorias) y financiera (en Bolsa de Comercio, Económica) de las 60 IPO efectuadas en Chile durante los años noventa y de las 66 empresas de control. Finalmente, cuatro IPO fueron eliminadas por excesiva falta de datos. Como consecuencia, este estudio analizará el desempeño operacional pos IPO de 56 empresas IPO, cuyas aperturas bursátiles ocurrieron en Chile entre octubre de 1991 y diciembre de 1998, comparándolas con empresas de control extraídas de una muestra de 66 empresas de control. Al no exigirse la totalidad de los datos para formar parte de la muestra, el número de empresas en la muestra varía según la variable y el periodo considerado.

III. RESULTADOS

La muestra de 56 IPO presenta medianas de 11 años de edad al momento de la IPO, de tasa de retención de propiedad de 84% y subvaloración (*underpricing*) al primer día de la IPO de 5.22%. Estos resultados confirman que las IPO chilenas se han caracterizado por un alto nivel de retención de propiedad durante la IPO y una baja subvaloración de corto plazo. Siguiendo los criterios de selección de las empresas de control descritos en la sección anterior, 42 empresas de control fueron obtenidas con equivalente código CIU (criterio 1), otras 12 empresas de control fueron obtenidas con el segundo

CUADRO 5. *Niveles pre IPO (año 1)*^a

	<i>Firmas IPO</i>	<i>Empresas de control</i>	<i>Valor p</i>
ROA	9.1%	7.0%	.557
ROI	11.2%	12.8%	.011**
ROE	18.8%	11.6%	.056*
R. O. sobre activos	8.1%	6.1%	.177
Ventas	26 438 143	18 530 950	.081*
Activos	47 450 604	38 034 192	.114
R. O.	4 275 732	2 749 595	.011**
Utilidad Neta	5 129 781	3 753 178	.178
UAI	6 624 759	5 100 289	.059*
Cobertura gastos financieros	6.73	8.40	.316
Proporción deuda/activos	44.2%	29.1%	.000***
Proporción deuda de largo plazo/patrimonio	26.6%	10.4%	.004***
Margen operacional	15.6%	12.9%	.472
Margen neto	13.1%	13.9%	.158
Proporción de gastos	.40	.41	.984
Proporción de utilización de activos	.56	.42	.441

^a Los valores del cuadro son las medianas de las 16 variables operacionales en el año 1 para 56 IPO realizadas entre septiembre de 1991 y diciembre de 1998. Las pruebas de significación están basadas en las pruebas *Wilcoxon signed ranks*, que supone que las observaciones son independientes. Cifras en dólares de 2007.

* Significativo al 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

criterio de activos equivalentes (en el año 1) y otras dos restantes empresas de control fueron obtenidas con un tercer criterio, el cual se refiere a obtener la empresa perteneciente a la muestra de control con el ROA más cercano al de la empresa IPO en el año 1.

El cuadro 5 muestra que las empresas IPO presentan mayores *leverage* que las empresas de control, soportando el planteamiento de *pecking order* (Myers y Majluf, 1984), el cual sugiere que empresas emiten patrimonio cuando han usado su capacidad de deuda (Loughran y Ritter, 1997). Dado que en este trabajo se utilizó el algoritmo sugerido por Barber y Lyon (1996), las empresas IPO y de control efectivamente no difieren en cuanto a tamaño (activos) y desempeño operacional pre IPO (ROA en el año 1).

El cuadro 6 muestra que si bien es cierto que existe una caída en el desempeño operacional de las empresas IPO, ésta no difiere de la caída que experimentaron las empresas de control, rechazándose la hipótesis 1, lo que verifica que en Chile las empresas que efectuaron IPO entre 1991 y 1998 no presenta-

CUADRO 6. *Desempeño operacional post IPO*^a

	<i>Año relativo a la IPO (desde el año 1)</i>					
	<i>De 1 a 0</i>	<i>De 1 a 1</i>	<i>De 1 a 2</i>	<i>De 1 a 3</i>	<i>De 1 a 4</i>	<i>De 1 a 5</i>
A. ROA						
Mediana cambio (porcentaje)	2.3	24.2	39.9***	45.0***	56.9***	56.8***
(Valor <i>p</i>)	(.592)	(.169)	(.009)	(.000)	(.000)	(.007)
Observaciones	56	55	53	51	50	50
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	4.6	18.3	5.5	21.2**	8.9	19.6
(Valor <i>p</i>)	(.983)	(.431)	(.441)	(.041)	(.282)	(.431)
Observaciones	55	55	53	51	50	50
B. ROI						
Mediana cambio (porcentaje)	4.1	21.8	31.7**	38.8***	48.1***	52.9***
(Valor <i>p</i>)	(.826)	(.437)	(.038)	(.000)	(.000)	(.003)
Observaciones	51	51	49	48	47	47
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	6.4	30.0*	10.5	4.2	0.1	9.6
(Valor <i>p</i>)	(.369)	(.058)	(.208)	(.378)	(.775)	(.492)
Observaciones	44	47	49	48	47	47
C. ROE						
Mediana cambio (porcentaje)	16.3	32.4**	44.9***	55.9***	59.1***	58.2***
(Valor <i>p</i>)	(.251)	(.029)	(.004)	(.000)	(.000)	(.001)
Observaciones	53	53	52	51	50	50
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	6.0	24.7	8.7	22.1*	5.3	1.4
(Valor <i>p</i>)	(.778)	(.652)	(.461)	(.053)	(.524)	(.942)
Observaciones	53	53	52	51	50	50
D. Resultado operacional sobre activos						
Mediana cambio (porcentaje)	10.6	37.4**	40.0**	38.4**	46.2***	53.6***
(Valor <i>p</i>)	(.449)	(.027)	(.015)	(.011)	(.002)	(.002)
Observaciones	54	53	51	49	48	48
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	6.0	6.1	17.7	10.4	22.5	23.7
(Valor <i>p</i>)	(.401)	(.566)	(.166)	(.548)	(.108)	(.234)
Observaciones	54	52	50	48	47	47

^a Los valores del cuadro son las medianas de las 16 variables operacionales en el año 1 para 56 IPO realizadas entre septiembre de 1991 y diciembre de 1998. Las pruebas de significación están basadas en la prueba *Wilcoxon signed ranks*, que supone que las observaciones son independientes. Cifras en dólares de 2007.

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

ron un peor desempeño operacional pos IPO en comparación con empresas equivalentes en industria, tamaño y desempeño operacional pre IPO.

Si se examina las variables de aproximación (*proxies*) para analizar la evolución de los costos de agencia propuestas por Ang *et al* (2000) es posible observar que las IPO no mostraron incrementos estadísticamente significativos en los costos de agencia, tanto a nivel absoluto como en relación con las empresas de control, rechazándose la hipótesis 2. Efectivamente, las empresas IPO no presentaron un incremento en la proporción de gastos (asociada con menor eficiencia y mayores costos de agencia) y tampoco presentaron una caída en la proporción de utilización de activos (asociada con menor eficiencia y mayores costos de agencia), tanto a nivel absoluto como en relación con las empresas de control (véase cuadro 7).

Por otra parte, si es posible observar que las empresas IPO crecen en ventas y tamaño de los activos con mayor rapidez que las empresas de control,

CUADRO 7. *Costos de agencia pos IPO*^a

	Año relativo a la IPO (desde el año - 1)					
	De 1 a 0	De 1 a 1	De 1 a 2	De 1 a 3	De 1 a 4	De 1 a 5
A. Proporción de gastos						
Mediana cambio						
(porcentaje)	3.2	3.2	0.1	4.1*	1.6*	2.2
(Valor <i>p</i>)	(.283)	(.211)	(.996)	(.081)	(.081)	(.315)
Observaciones	50	48	48	49	49	50
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	0.4	2.9	2.5	2.7	3.3*	2.4
(Valor <i>p</i>)	(.418)	(.235)	(.110)	(.208)	(.077)	(.208)
Observaciones	49	49	48	47	47	47
B. Proporción de utilización de activos						
Mediana cambio						
(porcentaje)	3.3	8.9	17.1	11.7	5.9	15.6
(Valor <i>p</i>)	(.579)	(.896)	(.838)	(.582)	(.793)	(.727)
Observaciones	51	52	49	47	46	46
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	0.7	1.6	4.9	9.7	14.9**	5.1
(Valor <i>p</i>)	(.285)	(.441)	(.240)	(.101)	(.011)	(.106)
Observaciones	49	50	47	45	44	44

^a Los valores del cuadro son las medianas de los cambios expresados como porcentaje para 56 IPO realizadas entre septiembre de 1991 y diciembre de 1998. Las pruebas de significación están basadas en la prueba *Wilcoxon signed ranks*, la cual supone que las observaciones son independientes.

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

CUADRO 8. *Otras variables operaciones pos IPO*^a

	Año relativo a la IPO (desde el año - 1)					
	De 1 a 0	De 1 a 1	De 1 a 2	De 1 a 3	De 1 a 4	De 1 a 5
<i>A. Ingresos de explotación (ventas)</i>						
Mediana cambio (porcentaje)	14.5***	31.4***	43.3***	45.7***	52.8***	76.5***
(Valor <i>p</i>)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)
Observaciones	48	48	47	46	45	45
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	15.3**	21.3**	41.0**	44.5**	54.8***	43.6**
(Valor <i>p</i>)	(.014)	(.015)	(.014)	(.013)	(.008)	(.011)
Observaciones	48	48	47	45	44	44
<i>B. Total activos contables</i>						
Mediana cambio (porcentaje)	18.1***	45.0***	60.6***	70.0***	92.3***	118.9***
(Valor <i>p</i>)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)	(.000)
Observaciones	56	55	53	51	50	50
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	3.3*	16.9**	42.3**	27.5**	34.0**	23.3**
(Valor <i>p</i>)	(.087)	(.029)	(.012)	(.013)	(.014)	(.037)
Observaciones	56	55	53	51	50	50
<i>C. Resultado de explotación</i>						
Mediana cambio (porcentaje)	8.4*	6.1	10.4	7.0	10.1	14.5
(Valor <i>p</i>)	(.079)	(.524)	(.546)	(.594)	(.452)	(.169)
Observaciones	53	52	50	48	47	47
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	2.4	15.1	14.2	0.7	19.3	8.9
(Valor <i>p</i>)	(.884)	(.426)	(.905)	(.747)	(.978)	(.658)
Observaciones	53	52	50	48	47	47
<i>D. Utilidad (pérdida) líquida</i>						
Mediana cambio (porcentaje)	15.1***	14.2*	22.6	19.4	2.5	17.4
(Valor <i>p</i>)	(.003)	(.083)	(.623)	(.431)	(.710)	(.836)
Observaciones	56	55	53	51	50	50
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	10.3	18.8	18.8	2.2	10.6	6.2
(Valor <i>p</i>)	(.234)	(.806)	(.521)	(.415)	(.791)	(.746)
Observaciones	55	53	53	51	50	50
<i>E. UAI</i>						
Mediana cambio (porcentaje)	11.7**	29.0***	27.6	26.4	8.5	25.7
(Valor <i>p</i>)	(.023)	(.006)	(.238)	(.992)	(.330)	(.459)
Observaciones	52	51	49	48	47	47
Mediana cambio ajustada (porcentaje)	1.7	17.7	17.6	18.9	7.2	17.1
(Valor <i>p</i>)	(.736)	(.231)	(.483)	(.288)	(.949)	(.899)
Observaciones	52	49	49	48	47	47

^a Los valores del cuadro son las medianas de los cambios expresados como porcentaje para 56 IPO realizadas entre septiembre de 1991 y diciembre de 1998. Las pruebas de significación están basadas en la prueba *Wilcoxon signed ranks*, la cual supone que las observaciones son independientes.

* Significativo a 10 por ciento. ** Significativo a 5 por ciento. *** Significativo a 1 por ciento.

lo que indica que empresas IPO chilenas establecieron intensivamente nuevos proyectos posterior a la IPO (véase cuadro 8).

En cuanto al endeudamiento, no es posible observar caídas estadísticamente significativas de los *leverage*, mostrando que las empresas IPO después de emitir acciones continúan financiándose por medio de deuda, reduciendo los flujos de caja libre y sus potenciales costos de agencia e incrementando la supervisión por parte de los acreedores y el sistema financiero en general. Lo que agrega un nuevo antecedente para justificar el normal desempeño operacional de las empresas IPO chilenas.

Por otra parte, si es posible observar una caída en la capacidad de cobertura de los gastos financieros, lo que indica un aumento del riesgo de las empresas IPO en este concepto (véase cuadro 9).

El cuadro 10 indica que efectivamente las IPO muestran una caída en los márgenes netos (utilidad neta/ventas). Por tanto, dado que las empresas IPO experimentan menores rendimientos por venta (margen neto) y no por activos (ROA), esto sugiere que las empresas IPO pudieron estar optando por proyectos de menor margen que incrementaron más las ventas que los activos (*e. g.*, nuevos clientes con los mismos activos, nuevos mercados, nuevos productos), lo que disminuye la rentabilidad respecto a las ventas y no forzosamente respecto a los activos.

Finalmente, con el objetivo de analizar posibles determinantes de un peor o mejor desempeño operacional de largo plazo de las empresas IPO, se siguió rigurosamente la metodología empleada por Jain y Kini (1994) para efectuar este tipo de análisis (es decir, contrastando muestras de empresas IPO que difieren en la variable analizada). Los resultados resumidos en el cuadro 11 muestran que la retención de propiedad (valor $p = .277$), la subvaloración (*underpricing*) de corto plazo (valor $p = .687$), el asegurador (*underwriter*) (esporádicos *vs* de largo plazo) (Celis y Maturana, 1998) (valor $p = .126$), el tamaño de activos (valor $p = .247$) y la edad de la empresa IPO (valor $p = .254$) no son útiles para predecir un peor/mejor desempeño operacional de empresas IPO al cabo de los cinco años posteriores a la IPO. Similares resultados se dieron después de los dos, tres y cuatro años posteriores a la IPO. Estos resultados, sin embargo, pueden estar distorsionados dado lo altamente concentrada que la muestra está en ciertos valores de cada variable. Por ejemplo, las empresas IPO chilenas se caracterizan por tener retención alta de propiedad en general, dificultando analizar empíricamente variaciones de esta variable en el desempeño operacional de largo plazo de

CUADRO 9. *Endeudamiento pos IPO*^a

	Año relativo a la IPO (desde el año - 1)					
	De 1 a 0	De 1 a 1	De 1 a 2	De 1 a 3	De 1 a 4	De 1 a 5
<i>A. Cobertura de gastos financieros</i>						
Mediana cambio						
(porcentaje)	1.7	18.9	39.3	50.8**	56.5***	68.3**
(Valor <i>p</i>)	(.781)	(.978)	(.104)	(.036)	(.002)	(.032)
Observaciones	52	51	49	48	47	47
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	9.7	9.3	22.9	37.7**	41.7**	42.9*
(Valor <i>p</i>)	(.793)	(.660)	(.958)	(.035)	(.017)	(.083)
Observaciones	52	51	48	48	46	47
<i>B. Total deuda sobre activos contables</i>						
Mediana cambio						
(porcentaje)	7.3*	7.4	0.1	7.5	6.3	6.8
(Valor <i>p</i>)	(.070)	(.690)	(.949)	(.453)	(.908)	(.273)
Observaciones	53	54	52	51	50	50
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	10.1*	2.1	6.8	7.1	7.9	5.3
(Valor <i>p</i>)	(.097)	(.679)	(.726)	(.985)	(.420)	(.931)
Observaciones	53	54	52	51	50	50
<i>C. Pasivo de largo plazo sobre patrimonio contable</i>						
Mediana cambio						
(porcentaje)	15.6	16.9	24.8	12.4	19.0	20.4**
(Valor <i>p</i>)	(.431)	(.291)	(1.00)	(.648)	(.161)	(.018)
Observaciones	51	48	47	45	44	44
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	8.6	7.8	11.5	22.9	20.3	42.0
(Valor <i>p</i>)	(.768)	(.894)	(.882)	(.376)	(.704)	(.152)
Observaciones	51	48	47	45	43	42

^a Los valores del cuadro son las medianas de los cambios expresados como porcentaje para 56 IPO realizadas entre septiembre de 1991 y diciembre de 1998. Las pruebas de significación están basadas en la prueba *Wilcoxon signed ranks*, la cual supone que las observaciones son independientes.

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

las empresas IPO chilenas. No obstante, se pudo verificar que el *market-to-book* (proporción entre el valor de mercado y el valor en libro del patrimonio) (valor *p* .002) es una variable útil para estimar futuros desempeños operacionales, lo que indica que empresas con altos *market-to-book* tienen una mayor propensión que empresas con bajos *market-to-book* a exhibir caídas en el desempeño operacional de largo plazo.

CUADRO 10. *Márgenes pos IPO*^a

	Año relativo a la IPO (desde el año - 1)					
	De 1 a 0	De 1 a 1	De 1 a 2	De 1 a 3	De 1 a 4	De 1 a 5
<i>A. Margen operacional</i>						
Mediana cambio						
(porcentaje)	6.0	25.0***	29.7***	35.8***	36.6***	36.8***
(Valor <i>p</i>)	(.372)	(.000)	(.001)	(.000)	(.000)	(.000)
Observaciones	51	50	49	46	46	46
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	4.0	6.7	15.9	11.5	21.1	29.0
(Valor <i>p</i>)	(.397)	(.882)	(.505)	(.554)	(.125)	(.503)
Observaciones	51	48	47	44	44	44
<i>B. Margen neto</i>						
Mediana cambio						
(porcentaje)	0.2	20.8**	33.5***	36.7***	51.0***	45.9***
(Valor <i>p</i>)	(.366)	(.042)	(.002)	(.004)	(.000)	(.002)
Observaciones	54	53	52	49	49	49
Mediana cambio						
ajustada (porcentaje)	2.5	26.4	10.3	38.9**	26.2**	35.5*
(Valor <i>p</i>)	(.611)	(.530)	(.377)	(.015)	(.050)	(.075)
Observaciones	53	51	50	47	47	47

^a Los valores del cuadro son las medianas de los cambios expresados como porcentaje para 56 IPO realizadas entre septiembre de 1991 y diciembre de 1998. Las pruebas de significación están basadas en la prueba *Wilcoxon signed ranks*, la cual supone que las observaciones son independientes.

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

CUADRO 11. *Análisis posibles determinantes*

Variable	Mediana	Desempeño operacional		Valor <i>p</i>
		(muestra ≤ mediana en la variable) (porcentaje)	(muestra > mediana en la variable) (porcentaje)	
Retención de propiedad	84%	68.8	16.5	.277
Subvaloración	5.22%	10.8	50.5	.687
<i>Underwriter</i>	esporádicos	28.1	52.3	.126
Tamaño de activos	47 450 604	0.5	47.9	.247
Edad de la empresa	11 años	11.8	43.3	.254
<i>Market-to-book</i>	2.845	33.9	68.8	.002***

^a Los valores del cuadro son las medianas de los cambios expresados como porcentaje para el periodo 1 a 5. Las pruebas de significación son basadas en la prueba *Mann Whitney*, la cual supone que las observaciones son independientes.

* Significativo a 10 por ciento.

** Significativo a 5 por ciento.

*** Significativo a 1 por ciento.

CONCLUSIONES

El principal objetivo de esta investigación fue examinar la existencia o inexistencia de un peor desempeño operacional pos IPO de las empresas chilenas. Los resultados mostrados en este trabajo indican la no existencia de este fenómeno en Chile y revelan que en las empresas IPO chilenas los costos de agencia no aumentaron. Estos hallazgos podrían ser explicados por la inexistencia de caídas en el *leverage* y por la retención alta de propiedad (mediana 84%) que presentaron las empresas IPO chilenas durante los años noventa.

Jain y Kini (1994) documentaron que las empresas IPO con mayor retención de propiedad presentan un mejor desempeño operacional que empresas IPO con menor retención de propiedad. Por tanto, las empresas IPO chilenas al caracterizarse por presentar retención alta de propiedad en comparación con lo observado comúnmente en el mundo, podrían presentar bajos conflictos de interés entre antiguos y nuevos accionistas en comparación a las IPO efectuadas en el resto del mundo, reduciendo los costos de agencia que han enfrentado las IPO en otros países.

Además, no fue posible observar caídas estadísticamente significativas de los *leverage* de las empresas IPO. Efectivamente, después de emitir acciones las empresas IPO chilenas continuaron financiándose por medio de deuda, que redujo los flujos de caja libre y sus potenciales costos de agencia e incrementó la supervisión por parte de los acreedores y el sistema financiero en general.

Pese a no encontrarse un peor desempeño financiero y operacional de largo plazo en las empresas IPO chilenas, se observa caídas de similares dimensiones a las caídas que exhibieron las empresas chilenas de equivalentes características. Esto sugiere que las IPO serían un instrumento para aprovechar sobrevaloraciones del mercado, pero que están presentes tanto para las empresas IPO como para cualquier otra empresa.

Un número no menor de empresas chilenas (tanto IPO como no IPO) pertenecen a grupos empresariales chilenos. Estos grupos empresariales han sido documentados como poseedores de una buena diversificación y estructura de gobierno corporativo, a diferencia de los grupos empresariales de países desarrollados (Khanna y Palepu, 2000). Por tanto, futuras investigaciones podrían analizar la estructura de los grupos empresariales locales y extranjeros en su efecto en el desempeño de largo plazo de las empresas IPO. Consecuentemente, posteriores investigaciones que puedan controlar por

transparencia de los gobiernos corporativos, eficiencia, diversificación, entre otras variables relacionadas con los grupos empresariales, contribuirían mucho al estudio de las IPO.

Finalmente, futuras investigaciones que analicen conjuntamente el nivel de retención de propiedad, la evolución del *leverage*, los factores competitivos y el efecto de los grupos empresariales en el desempeño operacional de largo plazo de las IPO son altamente necesarias a la luz de estos resultados. Otra corriente de investigación puede orientarse a analizar el mercado de SEO y emisiones de deuda en la América Latina, campo de investigación que tanto en Chile como en toda la región ha sido poco explorado por los investigadores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aggarwal, R., R. Leal y L. Hernández (1993), "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America", *Financial Management*, 22, páginas 42-53.
- Álvarez, S., y V. González (2001), "Estructura de propiedad y señalización en las salidas a bolsa", Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad, Universidad de Oviedo, Working Paper.
- Anderson, D., D. Sweeney y T. Williams (1999), *Estadística para administración y economía*, séptima edición, International Thomson.
- Ang, J., R. Cole y J. Lin (2000), "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 55(1), pp. 81-106.
- Balatbat, M., S. Taylor y T. Walter (2004), "Corporate Governance, Insider Ownership and Operating Performance of Australian Initial Public Offerings", *Journal of Accounting and Finance*, 44(3), pp. 299-329.
- Barber, B., y J. Lyon (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics* 41, pp. 359-399.
- Basu, S. (1997), "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp. 3-37.
- Belden, S., R. Keeley y R. Knapp (2001), "Can Venture Capital-Backed IPOs Compete with Seasoned Public Companies?", *Venture Capital*, 3(4), pp. 327-336.
- Bianchi, C., y E. Ostalé (2006), "Lessons Learned from Unsuccessful Internationalization Attempts: Example of Multinational Retailers in Chile", *Journal of Business Research*, 59(1), pp. 140-147.
- Burgstahler, D., y I. Dichev. (1997), "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp. 99-126.

- Cai, J., y K. Wei (1997), "The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings", *Pacific-Basin Finance Journal*, 5, pp. 389-417.
- Celis, C., y G. Maturana (1998), "Initial Public Offerings in Chile", *Revista Abante*, 1(1), pp. 7-31.
- Chen, G., M. Firth y O. Rui (2002), "Have China's Enterprise Reforms Led to Improved Efficiency and Profitability for Privatized SEOs?", Hong Kong Polytechnic University, Working Paper.
- Chi, J., y C. Padgett (2003), "The Operating Performance of the Chinese Initial Public Offering (IPO) Market and its Relationship with the Market Performance of IPOs", Financial Management Association International, FMA 2004 Annual Meeting, Working Paper.
- DeGeorge, F., y R. Zeckhauser (1993), "The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 48, pp. 1323-1348.
- Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88(2), pp. 288-307.
- Hair, J., R. Anderson, R. Tatham y W. Black (1999), *Análisis multivariante*, quinta edición, Prentice Hall.
- Hidalgo, P., E. Manzur, S. Olavarrieta y P. Farías (2008), "Customer Retention and Price Matching: The AFPs Case", *Journal of Business Research*, 61 (6), páginas 691-696.
- IMD (2008), *World Competitiveness Yearbook*, Suiza, IMD.
- Jain, B., y O. Kini (1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance* 49, pp. 1699-1726.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- , y W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 306-360.
- Kaplan, S. (1989), "The Effect of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 217-254.
- Keppel, G. (1991), *Design and Analysis: A Researcher's Handbook*, tercera edición, Prentice Hall.
- Khanna, T., y K. Palepu (2000), "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-run Evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, 43(3), pp. 268-285.
- Kim, K., P. Kitsabunnarat y J. Nofsinger (2004), "Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms", *Journal of Corporate Finance*, 10(3), pp. 355-382.
- Kutsuna, K., H. Okamura y M. Cowling (2002), "Ownership Structure Pre- and Post-IPOs and the Operating Performance of JASDAQ Companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, 10(2), pp. 163-182.

- Lie, E. (2001), "Detecting Abnormal Operating Performance: Revisited", *Financial Management*, 30(2), pp. 77-91.
- Loughran, T., y J. Ritter (1997), "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings", *Journal of Finance*, 52, pp. 1823-1850.
- Lucas, D., y R. McDonald (1990), "Equity Issues and Stock Price Dynamics", *Journal of Finance*, 45, pp. 1019-1043.
- Lukose, P., y S. Rao (2003), "Operating Performance of the Firms Issuing Equity Through Rights Offer", *Vikalpa*, 28 (4), pp. 25-40.
- Maquieira, C., S. Olavarrieta y P. Zutta (2007), "Determinantes de la estructura de financiación: Evidencia empírica para Chile", *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. LXXIV (1), núm. 293, pp. 161-193.
- McConaughy, D., M. Dhatt y Y. Kim (1995), "Agency Costs, Market Discipline and Market Timing: Evidence from Post-IPO Operating Performance", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20, pp. 43-57.
- McLaughlin, R., A. Sufieddine y G. Vasudevan (1998), "The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis", *Financial Management*, 27(2), pp. 31-45.
- Meggison, W., R. Nash y M. Randenborgh (1994), "The Financial and Operating Performance of Newly Privatised Firms: An International Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 49, pp. 403-452.
- Mikkelsen, W., M. Partch y K. Shah (1997), "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public", *Journal of Financial Economics*, 44, pp. 281-307.
- Muscarella, C., y M. Vetsuypens (1990), "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs", *Journal of Finance*, 45, pp. 1389-1413.
- Myers, S., y N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Neter, J., M. Kutner, C. Nachtsheim y W. Wasserman (1996), *Applied Linear Statistical Models*, cuarta edición, Irwin Editorial.
- Newbold, P. (1998), *Estadística para los negocios y la economía*, cuarta edición, Prentice Hall.
- Nohel, T., y V. Tarhan (1998), "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow", *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 187-222.
- Pagano, M., F. Panetta y L. Zingales (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 33 (1), pp. 27-63.
- Ritter, J. (1991), "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 46, pp. 3-27.
- , e I. Welch (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance*, 57, pp. 1795-1828.

- Schultz, P. (2003), "Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs", *Journal of Finance*, 58, pp. 483-517.
- Serve, S. (2004), "The Operating Performance of French IPO Firms", University Library of Munich, Germany, MPRA Paper, Working Paper.
- Shiah-Hou, S. (2005), "The market and Operating Performance of B-Share Initial Public Offerings in China", *The Journal of American Academy of Business*, 2, pp. 314-321.
- Smith, A. (1990), "Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts", *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 143-164.
- Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20(1), pp. 25-54.