

<b>CONTABILIDAD</b>	<b>COMPORTAMIENTO OPERATIVO DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA</b>	<b>Núm. 3/2004</b>
---------------------	--	------------------------

**SUSANA ÁLVAREZ OTERO**  
**VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ MÉNDEZ**

*Profesores Titulares. Departamento de Economía Financiera  
y Contabilidad. Universidad de Oviedo*

Este trabajo ha sido seleccionado y ha obtenido el **Accésit Premio Estudios Financieros 2003** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Manuel VELA PASTOR, doña Matilde FERNÁNDEZ BLANCO, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Jesús GIL FERRER, don Juan Francisco LATORRE SÁEZ y don Vicente SERRA SALVADOR.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

**Extracto:**

**EL** objetivo del trabajo es analizar el comportamiento operativo de las empresas que han iniciado su cotización en la Bolsa de Madrid en el período 1985-1997. Asimismo se pretende estudiar si ese comportamiento se puede explicar a partir de argumentos basados en la intensificación de costes de agencia, de ventanas de oportunidad, de «maquillaje» contable y de reducción de las restricciones financieras. Los resultados son consistentes con el aprovechamiento de las ventanas de oportunidad y el «maquillaje» de los resultados contables con anterioridad a la salida a bolsa. Asimismo, se constata el papel supervisor desempeñado por las entidades financieras en el mercado español de capitales.

**Códigos JEL:** G10 y G32.

---

## Sumario:

---

1. Introducción.
2. Hipótesis a contrastar.
3. Base de datos y metodología.
4. Cambios en el comportamiento operativo.
  - 4.1. Comportamiento operativo y método de salida a bolsa.
  - 4.2. Comportamiento operativo y estructura de propiedad.
  - 4.3. Comportamiento operativo y ventanas de oportunidad.
5. Comportamiento operativo y señalización.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

## 1. INTRODUCCIÓN

El análisis de la rentabilidad a largo plazo de las empresas que han iniciado su cotización en un mercado de valores ha puesto de manifiesto que estas empresas experimentan un deterioro en sus rentabilidades tanto de mercado como contables con posterioridad a la salida a bolsa. Así, las empresas que salen a bolsa han obtenido por término medio rentabilidades a largo plazo de las acciones que son inferiores a las alcanzadas por otras empresas con características comparables, pero que no han iniciado recientemente su cotización. Concretamente, RITTER (1991) constata que la estrategia consistente en invertir en OPIs al final del primer día de negociación y mantenerlas durante tres años produciría una riqueza media del 83%, con respecto a la obtenida invirtiendo durante el mismo período de tiempo en un grupo de empresas de control pertenecientes al mismo sector y con un valor similar de mercado de las acciones. A partir del trabajo de RITTER (1991), una serie de investigaciones han puesto de manifiesto la existencia de rentabilidades anormales a largo plazo negativas para las empresas, en horizontes de tres o cinco años con posterioridad a la salida a bolsa. Esta evidencia ha sido extendida posteriormente a diferentes países. No obstante, FAMA (1998) plantea que esas rentabilidades anormales negativas de las acciones no son independientes de la metodología utilizada en su estimación. En este sentido, una serie de trabajos recientes han constatado que las conclusiones obtenidas sobre la rentabilidad a largo plazo de las acciones pueden depender del esquema de ponderación utilizado, de la metodología en la estimación de las rentabilidades anormales o de la forma de estimación de la rentabilidad esperada (BRAV *et al.*, 2000 y ESPENLAUD *et al.*, 2000).

Paralelamente a los trabajos que analizan el comportamiento de las cotizaciones a largo plazo de las empresas que han iniciado su cotización en un mercado de valores, se ha desarrollado otra línea de investigación que ha tenido por objetivo caracterizar el comportamiento operativo, centrándose especialmente en la rentabilidad obtenida por las empresas. Así, los trabajos que han analizado el comportamiento operativo de las empresas que han iniciado su cotización en un mercado de valores han puesto de manifiesto un descenso en su rentabilidad operativa con respecto a los niveles que mantenían antes de la salida a bolsa (JAIN Y KINI, 1994; PAGANO *et al.*, 1996; PAGANO *et al.*, 1998; MIKKELSON *et al.*, 1997; y CAI Y WEI, 1997). Además, esa caída de la rentabilidad operativa no se debe a la falta de oportunidades de inversión, pues esos menores niveles de rentabilidad coinciden con elevados crecimientos por término medio de las ventas y las inversiones realizadas con posterioridad a la salida a bolsa.

La literatura existente sobre el tema ha planteado potenciales explicaciones de los descensos de rentabilidad como la intensificación de los problemas de agencia (JENSEN y MECKLING, 1976), la existencia de ventanas de oportunidad para la salida a bolsa (LOUGHRAN y RITTER, 1995) y el «maquillaje» de los estados financieros en momentos previos a la salida a Bolsa (TEOH *et al.*, 1998). Adicionalmente, los descensos en la rentabilidad operativa podrían ser consistentes con descensos en el coste de los recursos financieros utilizados, que permitan reducciones en la rentabilidad mínima a exigir a las inversiones, lo cual también sería consistente con los elevados volúmenes de inversión tras la salida a bolsa puestos de manifiesto por JAIN y KINI (1994).

De acuerdo con esta línea de investigación, el objetivo del presente trabajo se centra en el análisis del comportamiento operativo de las empresas que han iniciado su cotización en la Bolsa de Madrid en el período comprendido entre 1985 y 1997. El comportamiento operativo se ha analizado teniendo en cuenta variables tales como la rentabilidad económica y el *cash-flow* operativo con respecto al total de activo. Así mismo, en función de los resultados obtenidos en el estudio del comportamiento operativo se intentará discriminar entre las alternativas mencionadas anteriormente como explicativas del comportamiento que experimente la rentabilidad operativa de las empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid. Para ello se han analizado otras variables tales como la rentabilidad financiera, el endeudamiento, el coste de la deuda y el crecimiento en las ventas y en el total de activo, que permitirán contrastar las hipótesis propuestas. El análisis realizado también investiga si el comportamiento operativo experimentado por las empresas varía según el método seguido para la salida a Bolsa o si el porcentaje de las acciones que la empresa coloca en el mercado actúa como señal al mercado sobre su calidad.

Aunque han existido diversos trabajos para el mercado de valores español que han analizado las salidas a bolsa, se han centrado en la rentabilidad inicial y en la rentabilidad a largo plazo de las acciones. Se trata, por consiguiente, del primer trabajo que en el contexto español analiza el comportamiento operativo de las empresas que han comenzado su cotización, completando así la evidencia existente en el mercado español sobre las salidas a bolsa. Los resultados del trabajo permitirán extender al ámbito español las conclusiones obtenidas a nivel internacional, fundamentalmente en EE.UU., tratando de discriminar entre las hipótesis explicativas propuestas. Así mismo, nos permitirá obtener conclusiones con respecto a cómo afecta la forma en que se lleve a cabo la salida a bolsa, dada la existencia en España de diferentes métodos de acceso a cotización bursátil. Además, se incluye en el trabajo el estudio de la influencia que la supervisión por parte de los accionistas, en general, y por las entidades financieras, en particular, puede tener sobre ese comportamiento operativo de la empresa, teniendo en cuenta de este modo las características diferenciales de nuestro mercado con respecto a EE.UU., por lo que se refiere a la existencia de una mayor concentración de la propiedad y a la adquisición por las entidades financieras de participaciones en el capital de las empresas.

Los resultados obtenidos han puesto de manifiesto la existencia de un deterioro en la rentabilidad operativa y, especialmente, financiera de la empresa tras la salida a bolsa, viniendo este descenso en la rentabilidad motivado principalmente por las explicaciones de ventanas de oportunidad y de «maquillaje» contable. Se obtienen también resultados favorables al control ejercido por las entidades financieras como accionistas. Así mismo, se constata la validez del porcentaje de acciones retenido en la salida a bolsa como señal sobre la calidad futura de la empresa.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma: en la sección 2 se desarrollan los argumentos teóricos que justifican la disminución de los niveles de rentabilidad empresarial con posterioridad a la salida a bolsa y que sirven de base para el planteamiento de las hipótesis a contrastar. En la sección 3 se describe la muestra y la metodología utilizada en el estudio. El análisis del comportamiento operativo de las empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid en el período comprendido entre 1985 y 1997 constituye el contenido de la sección 4. Asimismo, también en esta sección se analiza si el comportamiento observado puede ser explicado a partir de las hipótesis propuestas. En la sección 5 se analiza la validez del porcentaje de acciones retenido, en el momento de la emisión, como señal de la calidad de la empresa. En la última sección se recogen las conclusiones más relevantes de esta investigación.

## 2. HIPÓTESIS A CONTRASTAR

Los argumentos que los trabajos previos han utilizado para explicar el descenso observado en la rentabilidad operativa de las empresas tras su salida a bolsa han sido, principalmente, tres: aumento de los costes de agencia, ventanas de oportunidad y «maquillaje» contable. Adicionalmente en este trabajo, hemos considerado la reducción de las restricciones financieras como un factor explicativo del descenso experimentado por la rentabilidad operativa de las empresas una vez iniciada la negociación de sus acciones en un mercado de valores. A continuación describimos cada una de estas explicaciones.

La colocación por primera vez en el mercado de las acciones de una empresa origina, habitualmente, un incremento significativo en la dispersión de la propiedad, afectando a los incentivos que los accionistas tienen para ejercer un control sobre los directivos y acentuando la oportunidad de los directivos para perseguir objetivos diferentes de la maximización de la riqueza de los accionistas (*hipótesis de los costes de agencia*). Adicionalmente, la salida a bolsa de una empresa puede incrementar los costes de agencia derivados de la reducción en la propiedad del propietario/equipo directivo. Como consecuencia, los intereses de los directivos estarían menos alineados en la medida en que la participación de los directivos disminuye y la propiedad pasa a estar más dispersa (JENSEN y MECKLING, 1976). A resultados de estos mayores costes de agencia, la rentabilidad de la empresa podría experimentar una disminución, en línea con lo constatado en la totalidad de trabajos que han analizado la rentabilidad de las empresas con posterioridad a su salida a bolsa. Ésta ha sido la argumentación expuesta en todos los trabajos que han analizado el efecto de la estructura de propiedad sobre la rentabilidad operativa de las empresas que han iniciado su cotización en un mercado de valores.

No obstante, hay que tener en cuenta que el inicio de la cotización de una empresa proporciona un mecanismo de disciplina del equipo directivo, tanto por lo que se refiere a la exposición de las decisiones directivas a la valoración de los mercados de capitales como a la posibilidad de OPAs. Además, los accionistas de las empresas que cotizan en los mercados pueden utilizar la información incorporada en los precios para diseñar esquemas de compensación eficientes para sus directivos. Desde este otro punto de vista, el inicio de la cotización de una empresa conduciría a disminuciones de los costes de agencia y a incrementos en la rentabilidad de la misma, que podría compensar el posible incremento de los costes de agencia derivado de una mayor dispersión accionarial. Adicionalmente,

la literatura que ha analizado la relación existente entre concentración accionarial y valor de la empresa no han mostrado una relación inequívocamente positiva, sino que en la mayoría de los casos se ha puesto de manifiesto una relación no lineal (MORCK *et al.*, 1988; STULZ, 1988; McCONNELL y SERVAES, 1990; y GEDAJLOVIC y SHAPIRO, 1998). En consecuencia, la hipótesis de costes de agencia pronostica tanto un incremento como un descenso en la rentabilidad de la empresa en consonancia con la literatura que analiza la relación entre la concentración de la propiedad y el valor de la empresa.

La existencia de una relación entre el deterioro en la rentabilidad económica constatado en la evidencia empírica y la estructura de propiedad de las empresas ha sido analizado, entre otros, por JAIN y KINI (1994), MIKKELSON *et al.*, (1997) para EE.UU. y CAI y WEI (1997) para el mercado japonés. Únicamente el primero de los trabajos ha obtenido evidencia favorable relativa a la influencia de la estructura de propiedad sobre el comportamiento operativo de las empresas tras su salida a bolsa. Si bien JAIN y KINI (1994) no miden directamente la estructura de propiedad sino que lo aproxima a través del porcentaje de la propiedad retenido por el/los accionista/s principales tras la salida a bolsa de la empresa <sup>1</sup>.

El contraste de la *hipótesis de costes de agencia* se ha llevado a cabo examinando la relación entre las medidas de rentabilidad consideradas y la estructura de propiedad de la empresa con posterioridad a la salida a bolsa. Para ello utilizaremos medidas de la concentración de la propiedad de las empresas que han iniciado su cotización en el mercado de valores, considerando la propiedad de los principales accionistas y de las entidades financieras.

Una diferencia importante entre el control empresarial en EE.UU. y España es el papel desempeñado por las entidades financieras como accionistas de las empresas. En este sentido, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto el papel activo que las entidades financieras juegan en el control empresarial (ZOIDO, 1998 y GONZÁLEZ, 1997). En el presente trabajo se contrasta si las entidades financieras a través de su participación en la propiedad de las empresas tienden a controlar el comportamiento de los directivos y, como consecuencia, las empresas donde los bancos toman una participación en el capital obtienen mejores resultados que aquellas empresas en que no existe una entidad financiera en la propiedad.

La *hipótesis de «ventanas de oportunidad»* consiste en llevar a cabo la emisión de títulos coincidiendo con períodos de niveles de rentabilidad inusualmente elevados que no podrán ser mantenidos en el futuro. Esta teoría fue avanzada por RITTER (1991) y LOUGHRAN y RITTER (1995) que propugnan que cuando una empresa está sustancialmente sobrevalorada es probable que emita acciones y permite explicar momentos de alta y baja actividad emisora por parte de la empresa, de acuerdo con la evidencia observada en los mercados financieros. Así, en ciertos momentos, existen pocas empresas cuyas acciones estén sobrevaloradas y, en consecuencia, hay una escasa actividad emisora tanto por lo que se refiere a las salidas a bolsa como a emisiones de nuevas acciones. Si como sugiere RITTER (1991), las empresas reconocen que otras empresas pertenecientes a su industria están sobrevaloradas, entonces tendrán interés por iniciar su cotización. Por lo tanto, la salida al mercado, desde el punto de vista de hipótesis de ventanas de oportunidad, implicará que empresas comparables también alcanzan en momentos previos a la salida a Bolsa elevadas valoraciones por parte del mercado.

<sup>1</sup> El porcentaje de propiedad mantenido por el/los accionista/s principal/es se configura como una señal de la calidad de la empresa en línea con los argumentos de LELAND y PYLE (1977), más que como una medida de la estructura de propiedad.

La disminución de la rentabilidad de las empresas una vez que sus acciones han comenzado a cotizar, constatada en trabajos precedentes, puede estar relacionada con la adecuación de los resultados contables a través de ajustes contables discrecionales, que se concretan en la presentación de beneficios superiores a los reales. Si los inversores se guían por esos beneficios y no anticipan ese incentivo a «maquillar» las cifras contables con carácter previo a la salida a bolsa, pagarán un precio demasiado elevado. Éste es el argumento de la *hipótesis del «maquillaje» contable*, según la cual los inversores perderán su optimismo cuando se revelen los resultados futuros de las empresas, lo que conducirá a una caída en el precio de mercado de las acciones, en línea con los resultados obtenidos por los trabajos que han analizado la rentabilidad de las acciones a largo plazo de las empresas que han salido a bolsa. En este sentido, TEOH *et al.* (1998) han constatado que las empresas que llevan a cabo ofertas públicas iniciales y que ajustan de forma importante sus beneficios contables experimentan una peor rentabilidad de sus acciones en los tres años posteriores a la oferta inicial.

El cumplimiento de las hipótesis de las ventanas de oportunidad y de «maquillaje» contable implicarán que los inversores no anticipan deterioros en el comportamiento operativo de las empresas y que son constantemente sorprendidos por la escasa rentabilidad de las empresas una vez que inician su cotización. La distinción efectiva de si un deterioro en la rentabilidad operativa de la empresa viene motivado por una hipótesis de ventanas de oportunidad o de maquillaje contable no resulta inmediata. En realidad, ambas hipótesis serían consistentes con la existencia de elevadas diferencias positivas en el momento de la salida a bolsa entre la rentabilidad de las empresas que inician su cotización y las empresas de la industria. En la hipótesis de las ventanas de oportunidad esas diferencias motivarían que la empresa decidiese la salida a bolsa en ese momento y por lo que respecta a la hipótesis de maquillaje contable esas diferencias son debidas a un ajuste realizado en las cifras contables de beneficio. Además, ambas hipótesis serían también consistentes con la existencia de valoraciones decrecientes en el mercado similares a las puestas de manifiesto en el contexto internacional por los trabajos que han analizado el rendimiento a largo plazo de las acciones de las empresas que han iniciado su cotización en un mercado de valores. En la hipótesis de ventanas de oportunidad debido al reconocimiento por parte de los inversores de la imposibilidad de mantener las rentabilidades contables obtenidas en momentos previos a la salida a bolsa. En la hipótesis de maquillaje contable la caída de la valoración por el mercado de capitales tras la salida a bolsa sería indicativo del reconocimiento por parte del mercado del error de valoración cometido en el momento inicial al dar credibilidad a la información contable presentada, realizando inferencias a partir de niveles de beneficio anormalmente elevados.

No obstante, la diferencia entre ambas hipótesis se puede establecer en función de la valoración que en el mercado obtienen empresas similares a las que han iniciado su cotización, que según la hipótesis de las ventanas de oportunidad debería ser elevada y en la utilización de medidas de rentabilidad que tomen en consideración variables que se vean afectadas en menor medida por el ajuste de las cifras contables. Así, el contraste de la hipótesis de las ventanas de oportunidad se ha realizado a partir de la comparación de la ratio valor de mercado/valor contable de los fondos propios de la industria y del resto de empresas cuyas acciones se negocian en el mercado. Una elevada ratio puede indicar alternativamente que inversores racionales conceden una elevada valoración a las oportunidades de crecimiento futuro de la empresa. Sin embargo, si esta elevada ratio va acompañada por una rentabilidad y valoración decrecientes será consecuente con el deseo de explotar una venta-

na de oportunidad. Por su parte, la hipótesis de «maquillaje» contable se ha contrastado calculando la rentabilidad operativa a partir del *cash-flow* operativo y no de la rentabilidad económica, que resulta ser una variable menos alterable a través de ajustes contables discrecionales.

La hipótesis de la reducción de restricciones financieras surge de la literatura que ha analizado la influencia de las restricciones financieras sobre la inversión. La presencia de información asimétrica hace que los recursos externos no sean un sustituto perfecto para los fondos internos, implicando un mayor coste de aquéllos. En este contexto, la inversión de las empresas dependerá de la disponibilidad de fondos internos (FAZZARI *et al.*, 1988). La salida a bolsa de una empresa permite solucionar o al menos relajar las restricciones financieras causadas por la información asimétrica, facilitando de este modo la obtención de fondos externos. Existen al menos tres razones por las cuales el coste de los fondos ajenos podría disminuir después de una salida a bolsa. En primer lugar, tal y como han constatado PAGANO *et al.* (1998), tras la salida a bolsa las empresas pueden ser más seguras, pues tiende a producirse un descenso en su nivel de endeudamiento. En segundo lugar, existe más información públicamente disponible sobre las empresas, de tal forma que los prestamistas deben incurrir en menores costes para obtener información relativa a la calidad crediticia. Y, en tercer lugar, el mercado de valores ofrece a estas empresas una opción de financiación externa que reduce el poder negociador de las entidades financieras (RAJAN, 1992). De forma consistente con estos argumentos, KIM (1999) ha constatado que la sensibilidad de la inversión al *cash-flow* generado es menor en las empresas cotizadas que para empresas que no cotizan en un mercado de valores. Así mismo, PAGANO *et al.* (1996) presentan evidencia consistente con la reducción de restricciones financieras por la salida a bolsa, al poner de manifiesto que el tipo de interés sobre los créditos a corto plazo se reduce a la par que se incrementa el número de entidades financieras dispuestas a prestar fondos. Esta reducción de las restricciones financieras posibilita reducciones en el coste de los recursos financieros que disminuyan la rentabilidad marginal de las inversiones. El contraste de esta hipótesis se realizará analizando el comportamiento de la rentabilidad financiera y del coste de la deuda con posterioridad a la salida a bolsa.

### 3. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

La base de datos, a partir de la cual se realizará el contraste de las hipótesis propuestas en la sección anterior, está integrada por las 115 salidas a cotización realizadas en la Bolsa de Madrid desde el año 1985 al año 1997. La depuración de la muestra ha consistido en eliminar aquellas empresas extranjeras que iniciaban su cotización en el mercado español por tratarse de acciones ya cotizadas en otros mercados de valores; por este motivo el número de salidas a cotización analizadas fue de 111. Esta base de datos ha sido obtenida a partir de la información que recogen los folletos de emisión elaborados por las empresas para solicitar su admisión a bolsa y que han sido facilitados por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid para las emisiones que tuvieron lugar entre 1985 y 1989 y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para las posteriores al año 1989. Inicialmente, no se exige disponer de la totalidad de datos financieros para formar parte de la muestra, consecuentemente el número de empresas en la muestra varía según las variables y el período que se consideren.



Las características de la muestra aparecen recogidas en la **tabla 1**. Las empresas que inician su cotización son empresas con elevados niveles de rentabilidad, pues atendiendo a los valores medios la rentabilidad económica resulta ser del 11,62%, mientras que la rentabilidad financiera es el 30%. Además se trata de empresas que han crecido de forma importante tanto en volumen total de activos, 70,25%, como por volumen de ventas, 35,06%.

**TABLA 1. Características de las empresas que componen la muestra.**

La tabla recoge las características de las 111 empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997. Tanto el tamaño de la oferta como el tamaño de la empresa se expresan en millones de pesetas. Por su parte la edad, entendiendo como tal el tiempo transcurrido desde su fundación hasta el momento de inicio de la cotización bursátil, viene expresada en años.

	Media	Mediana	Máximo	Mínimo
Tamaño de la oferta .....	10.161	2.466	148.213	0
Tamaño de la empresa (total activo) .....	76.309	5.455	5.700.405	0,34
Porcentaje de propiedad del accta. principal .....	35,16%	30,98%	89,93%	1,43%
Porcentaje de propiedad accionistas bancarios .....	11,86%	5,02%	75,03%	0%
ROI en el año -1 .....	11,62%	9,09%	39,35%	-1,51%
ROE en el año -1 .....	29,99%	22,01%	304,72%	-13,80%
Tasa de inversión en el año -1 .....	70,25%	8,28%	3.356,05%	-82,69%
Crecimiento de las ventas en el año -1 .....	35,06%	16,33%	5.442,17%	-67,59%
Edad de la empresa .....	30	22	115	0,08
Vmdo./Vcontable fondos propios (salida a bolsa) .....	6,06	3,88	48,22	-39,40
Infravaloración inicial .....	12,21%	4,35%	1.300%	-39,29%

En el trabajo se utilizan una serie de variables al objeto de analizar el comportamiento operativo de las empresas y de discriminar entre las explicaciones propuestas, tales como: la rentabilidad económica, el *cash-flow* operativo con respecto al total de activo, la rentabilidad financiera, el endeudamiento, el coste de la deuda y el crecimiento en las ventas y en el total de activo. Se utilizan dos medidas de rentabilidad operativa como son la rentabilidad económica medida como el beneficio antes de intereses e impuestos dividido por el total de activo y el *cash-flow* operativo medido como el beneficio de intereses e impuestos más amortizaciones y provisiones destinadas al mantenimiento del valor del activo con respecto al total activo. Por su parte, la rentabilidad financiera se define como el beneficio neto con respecto al total de fondos propios.

Para cada una de las variables descritas y para cada empresa se mide el cambio en la variable como la diferencia de los valores de los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1, siendo el año 0 el de la salida a bolsa de la empresa. Posteriormente, se calcula la mediana del cambio, para el total de empresas para las cuales se dispone de datos de cada medida a analizar.

Asimismo, se estima el cambio ajustado por la industria en cada una de las variables comparando cada empresa que inicia su cotización con empresas de la misma industria basado en el código CNAE 93. Para ello, para cada empresa que inicia su cotización se buscan una serie de empresas con igual código CNAE considerando cuatro, si ello era posible, o tres cifras. En los casos en que no fue posible seleccionar, al menos, un conjunto de tres empresas pertenecientes a la misma industria siguiendo este criterio, se procedió a la búsqueda de las empresas combinando la clasificación sectorial realizada por el Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Madrid junto con el código CNAE. El comportamiento operativo de la empresa ajustado por la industria es la diferencia entre el cambio en la variable correspondiente para la empresa y el cambio mediano en esa misma variable para la industria. El test utilizado en todos los casos es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

#### 4. CAMBIOS EN EL COMPORTAMIENTO OPERATIVO

La **tabla 2** muestra el cambio en el comportamiento operativo de las empresas que han iniciado su cotización en la Bolsa de Madrid en el período 1985-1997.

**TABLA 2. Comportamiento operativo de las salidas a bolsa.**

Los valores de la tabla son los cambios medios o medianos expresados como porcentaje para las 111 empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997. Para cada una de las variables consideradas se mide el cambio en la variable como diferencia de los valores de los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1, siendo 0 el año de la salida a bolsa de la empresa. El cambio se ajusta por la industria restándole a la variable correspondiente de la empresa el cambio de esa misma variable para la industria. El test utilizado es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1
<b>Panel A: Rentabilidad económica</b>				
Cambio mediano (%) .....	0,67	-0,47	-3,42***	-5,24***
Cambio medio (%) .....	0,07	-2,19	-5,40	-6,70
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	0,65	-0,29	-1,83***	-2,76***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	0,64	-0,41	-3,14	-3,97
Número observaciones .....	98	98	97	84
<b>Panel B: Cash-flow/Activo total</b>				
Cambio mediano (%) .....	2,45***	0,59	-0,44	-1,88**
Cambio medio (%) .....	2,78	0,30	-2,26	-2,83
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	2,66***	2,21***	1,31	0,39
Cambio medio ajust. industria (%) .....	3,99	3,14	0,59	-0,16
Número observaciones .....	98	98	97	84

.../...

.../...

<b>Panel C: Rentabilidad financiera</b>				
Cambio mediano (%) .....	-0,56	-0,53***	-10,74***	-15,28***
Cambio medio (%) .....	-4,60	-11,83	-22,51	-28,61
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	0,00	-4,59***	-8,96***	-10,57***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-3,65	-9,66	-19,97	-23,97
Número observaciones .....	98	98	97	84
<b>Panel D: Deuda/Activo total</b>				
Cambio mediano (%) .....	-4,64***	-3,23*	-0,95	0,94
Cambio medio (%) .....	-6,02	-3,68	-0,96	0,80
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-3,95**	-4,84**	-7,95***	-10,65***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-3,77	-5,72	-5,91	-9,31
Número observaciones .....	87	85	87	79
<b>Panel E: Deuda con coste/Activo total</b>				
Cambio mediano (%) .....	0,51	3,75**	3,76***	4,36***
Cambio medio (%) .....	1,65	3,40	5,90	8,06
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	1,12	2,72**	3,70	4,17
Cambio medio ajust. industria (%) .....	3,79	3,99	3,32	1,52
Número observaciones .....	87	85	87	79
<b>Panel F: Gastos financieros/Deuda</b>				
Cambio mediano (%) .....	0,41	0,14	-0,02	0,22
Cambio medio (%) .....	1,12	0,33	-0,17	1,47
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	0,63	1,20	1,12	1,64*
Cambio medio ajust. industria (%) .....	0,83	1,21	0,37	2,39
Número observaciones .....	87	85	87	79
<b>Panel G: Gastos financieros/Deuda coste</b>				
Cambio mediano (%) .....	-1,06	-1,83**	-2,29***	-4,41***
Cambio medio (%) .....	-4,61	-4,95	-6,43	-6,59
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-1,70	-0,95	-1,00*	-0,73
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-3,41	-2,00	-4,67	-3,08
Número observaciones .....	87	85	87	78
<b>Panel H: Tasa de inversión</b>				
Cambio mediano (%) .....	38,31***	17,24***	17,67*	4,38
Cambio medio (%) .....	35,81	-44,76	-17,17	-36,78
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	34,04***	15,41***	15,26*	3,49
Cambio medio ajust. industria (%) .....	36,29	-42,74	-18,73	-41,05
Número observaciones .....	91	92	90	82
<b>Panel I: Crecimiento de ventas</b>				
Cambio mediano (%) .....	-3,29	-8,66**	-8,05*	-13,08***
Cambio medio (%) .....	58,28	-7,86	-10,17	-26,35
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-6,26	-8,74**	-11,13*	-11,51***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	55,09	-5,51	-15,58	-19,45
Número observaciones .....	90	88	88	81

\*\*\* Significativo al 1%; \*\*Significativo al 5%; \*Significativo al 10%.

Por lo que respecta a la rentabilidad económica (Panel A), se observa un deterioro en la misma en los tres años posteriores con respecto al año previo al inicio de cotización, tanto si se consideran los valores ajustados o no por los valores medianos de la industria. La mediana de los cambios en la rentabilidad económica son 0,67%, -0,47%, -3,42% y -5,24% respectivamente para los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al año -1, siendo los dos últimos valores significativamente diferentes de cero al 1%. Los valores ajustados por el comportamiento de la industria presentan una tendencia similar de disminución de la rentabilidad económica, lo cual permite inferir que los descensos en la rentabilidad no pueden ser debidos a efectos sectoriales. Un comportamiento similar se constata cuando se utilizan valores medios.

En el Panel B se recogen los cambios experimentados por el *cash-flow* operativo con respecto al total de activo. Se pone de manifiesto la existencia de un descenso en esta variable una vez transcurridos tres años desde el inicio de cotización, aunque de menor cuantía que en el caso de la rentabilidad económica y que además desaparece cuando se consideran los cambios ajustados por la industria. Además, en los dos primeros años existen valores positivos de esta variable acorde con una mejoría en el comportamiento de la misma con posterioridad a la salida a bolsa. El diferente comportamiento observable en esta variable resulta consistente con los argumentos de la hipótesis de «maquillaje» contable. La no existencia de un deterioro de esta medida de rentabilidad operativa frente a la rentabilidad económica, basada en un beneficio de la actividad, parece sugerir que las empresas antes de su salida a bolsa incrementan sus cifras de beneficio contable a costa de reducir las dotaciones realizadas en el ejercicio. Una vez se produce la salida a bolsa y el maquillaje contable de las cifras de beneficios dejan de ser realizados, se produce un descenso de las rentabilidades basadas en el beneficio contable y no en las basadas en un concepto de *cash-flow* operativo.

En el Panel C aparecen los cambios en la rentabilidad financiera, que ponen de manifiesto un descenso importante en la misma. Así, se produce un descenso de -0,56%, -0,53%, -10,74% y -15,28% respectivamente para los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al año -1, siendo los tres últimos valores significativamente distintos de cero. Los descensos persisten una vez tenido en cuenta el comportamiento de la rentabilidad financiera de las empresas pertenecientes a la misma industria y son los siguientes: 0,00%, -4,59%, -8,96% y -10,57%, resultando significativamente distintos de cero los tres últimos valores.

Los resultados, en general, constatan la existencia de un deterioro en la rentabilidad operativa y especialmente financiera de las empresas que han iniciado recientemente su cotización en la Bolsa de Madrid durante el período 1985-1997<sup>2</sup>. No obstante, consideramos también relevante analizar no sólo los cambios sino también los niveles de esas variables. Así en la **figura 1** se representan los niveles medianos de las variables rentabilidad económica, *cash-flow* operativo con respecto al activo total y rentabilidad financiera desde el año -1 al año +3, tanto para las empresas que han iniciado su cotización como para la industria. Se puede comprobar cómo partiendo de niveles superiores de rentabilidad económica de las empresas que iniciaron su cotización con respecto a sus industrias correspondientes [9,09% frente a 6,71%], al cabo de tres años los niveles se igualan, 4,65% para las empresas que han iniciado su cotización y 4,47% para la muestra de control. Comentarios en esta misma línea pueden realizarse para la variable *cash-flow* operativo con respecto al total de activo, aunque en este caso los valores superiores de las empresas que iniciaron su cotización se sitúan en los años 0 y 1. El análisis de la rentabilidad financiera pone de manifiesto un deterioro importante en la misma en las empresas que reciente-

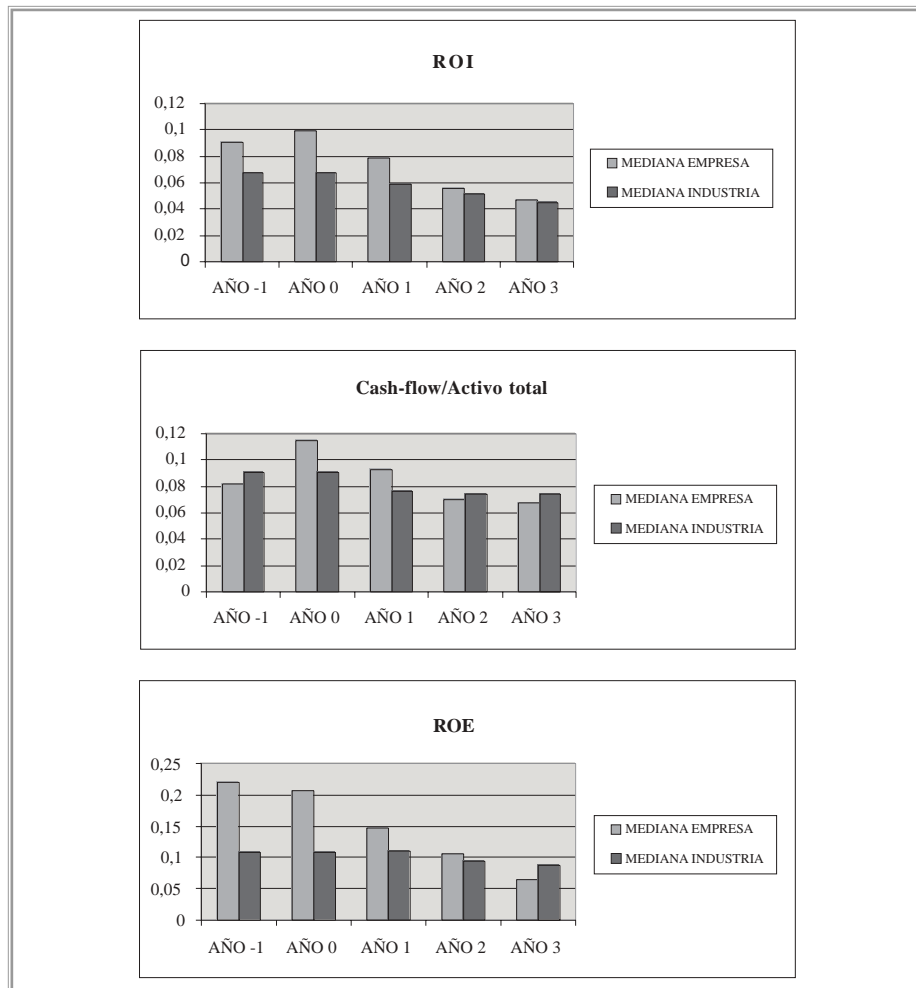
<sup>2</sup> Pudiera ser que la desaparición de empresas pudiera sesgar los resultados, no obstante dado que serían las empresas con peores resultados las que tenderían a desaparecer en mayor medida podemos pensar que en todo caso el sesgo cometido consiste en infravalorar la disminución de la rentabilidad.

mente han comenzado a negociar sus acciones en la Bolsa de Madrid. Se puede observar cómo el nivel de rentabilidad financiera previo a la salida a bolsa era el doble del alcanzado por empresas de su misma industria [22,01% frente a 10,83%] y evoluciona hasta situarse por debajo del mismo tres años después de haber iniciado la cotización [6,50% frente a 8,62%].

En consecuencia, aunque las empresas que recientemente han iniciado su cotización comienzan superando en rentabilidad a las empresas de la industria, estos niveles decaen en mayor medida que la rentabilidad de la industria, llegando a situarse en niveles inferiores al cabo de los dos o tres años de la salida a bolsa.

**FIGURA 1.** Rentabilidad de las salidas a bolsa y de sus industrias.

Los niveles medianos de las variables, rentabilidad económica, *cash-flow* operativo sobre total de activo y rentabilidad financiera para las 111 empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997 y sus correspondientes industrias para los años -1 a +3 se recogen en los gráficos.



En línea con la evidencia puesta de manifiesto por los trabajos de JAIN y KINI (1994), MIKKELSON *et al.* (1997) o PAGANO *et al.* (1998) se constata la existencia en el caso español de una disminución significativa de la rentabilidad de la empresa con posterioridad al inicio de su cotización. La existencia de esta disminución en la rentabilidad puede venir motivada por las explicaciones propuestas anteriormente, esto es, intensificación de los problemas de agencia, ventanas de oportunidad, «maquillaje» contable o reducción de las restricciones financieras. No obstante, las diferencias importantes constatadas en la rentabilidad en el momento de salida a bolsa entre las empresas que inician su cotización y las empresas de la industria, parecen sugerir que el descenso de la rentabilidad operativa puede venir motivado por las explicaciones de ventanas de oportunidad y/o de «maquillaje» contable. En la hipótesis de ventanas de oportunidad la diferencia entre la rentabilidad de la empresa y la industria se encontraría en el origen de la decisión de la empresa de iniciar su cotización buscando la mejor valoración posible por el mercado de capitales. Por su parte, en la explicación de «maquillaje» contable la diferencia entre la rentabilidad de la empresa y de la industria sería la consecuencia del ajuste realizado en las cifras de beneficio contable.

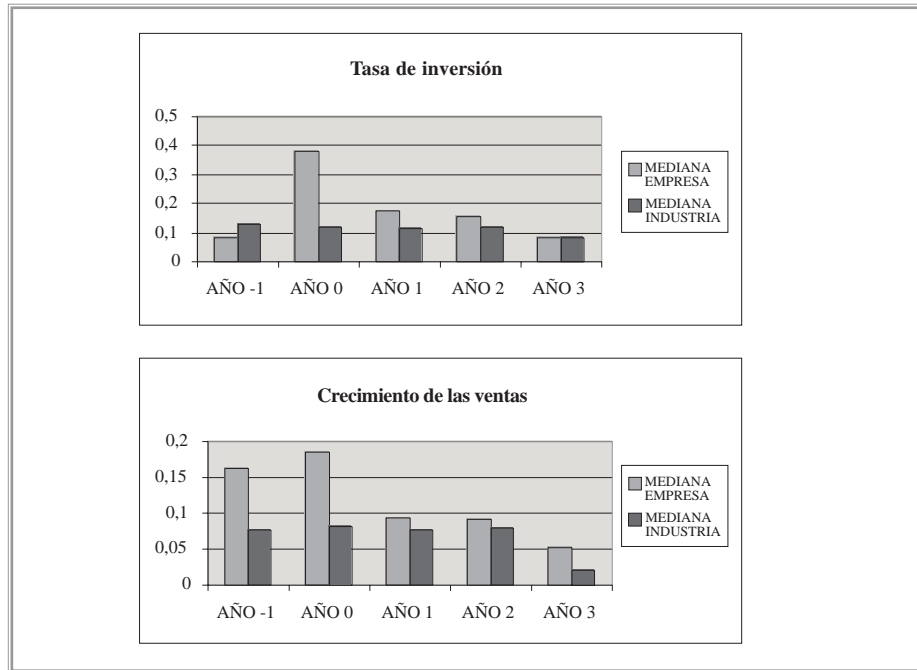
Con el objetivo de tener una visión más completa de los cambios experimentados por las empresas con posterioridad al inicio de su cotización se han analizado otras variables que se refieren al endeudamiento, al coste de los fondos ajenos, a la tasa de inversión de la empresa y al crecimiento de las ventas. Los resultados de estos análisis se recogen en los Paneles D, E, F, G, H e I de la **tabla 2**. Refiriéndonos siempre a valores ajustados por la mediana de la industria, podemos observar la existencia de un descenso importante en el endeudamiento total y de un ligero incremento en el endeudamiento con coste, que van asociados a un repunte del coste de los recursos ajenos que se torna en un descenso de los mismos cuando se considera únicamente la deuda con coste, aunque los valores que se obtienen son escasamente significativos. La existencia de un descenso en el coste de los recursos ajenos sería consistente con la hipótesis de reducción de las restricciones financieras y es el resultado constatado por PAGANO *et al.* (1998) en el mercado italiano, aunque en el caso español únicamente resulta ser significativo la existencia de un descenso dos años después de iniciada la cotización de las acciones de la empresa. La inexistencia de un descenso significativo en el coste de los recursos ajenos, junto con el importante deterioro de la rentabilidad financiera nos permite concluir desfavorablemente con respecto a la hipótesis de reducción de las restricciones financieras. Esto es, la reducción en la rentabilidad operativa de la empresa tras su salida a bolsa no se debe a una reducción en la rentabilidad mínima exigible a las inversiones.

Por su parte y por lo que se refiere al comportamiento inversor se constata un importante crecimiento de la inversión tanto en el año previo a la salida a bolsa como en los dos años posteriores, no obstante en el tercer año parece mantenerse un nivel similar al previo al inicio de la cotización y al experimentado por la industria <sup>3</sup>. Las tasas de inversión y de crecimiento de ventas se reflejan en la **figura 2**, representando en este caso los crecimientos anuales.

<sup>3</sup> Los Paneles H e I miden el cambio en la tasa de inversión y en el crecimiento de las ventas con respecto al año -1.

**FIGURA 2.** Tasa de inversión y crecimiento de las ventas.

Los niveles medianos de las variables, tasa de inversión y crecimiento de las ventas para las 111 empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997 y sus correspondientes industrias para los años -1 a +3 se recogen en los gráficos.



Se puede comprobar en la **figura 2** que existe una gran diferencia entre las tasas de inversión de la empresa y de la industria en el año que tiene lugar la salida a bolsa. Así, el valor mediano de la tasa de inversión de las empresas que inician su cotización es un 38,19% frente a un 11,64% para la industria. No obstante, los valores de esta tasa de inversión difieren de forma importante de los constatados por JAIN y KINI (1994) para el mercado americano. JAIN y KINI (1994) ponen de manifiesto tasas de inversión acumuladas del 167,33% tras tres años desde el inicio de su cotización, e incluso una vez descontado la mediana de la tasa de inversión de la industria se alcanzan tasas del 111,10%. En el presente trabajo la diferencia en estas tasas entre las empresas que forman parte de la muestra y la industria al cabo de tres años desde la salida a bolsa se sitúa en un 50,26%. Los menores volúmenes de inversión tras la salida a bolsa existentes en el caso español están en línea con la evidencia proporcionada por PAGANO *et al.* (1998) para el mercado italiano. La razón de este aspecto diferencial podría situarse en el diferente perfil de las empresas que salen al mercado en la Europa Continental y en EE.UU. En este último caso se trata de empresas jóvenes y el principal interés de las mismas es financiar su expansión (MIKKELSON *et al.*, 1997), mientras que las empresas que inician su cotización en Europa Continental son empresas más maduras<sup>4</sup> y que pueden perseguir objetivos diferentes de la financiación del crecimiento empresarial, tales como una reducción del endeudamiento y una diversificación de las inversiones de los accionistas. En este sentido, PAGANO *et al.*

<sup>4</sup> La historia operativa de las empresas de la muestra es de 22 años (mediana).

(1998) han constatado que las empresas italianas tienden a iniciar su cotización tras períodos de elevadas tasas de crecimiento y de inversión. Por otra parte, MIKKELSON *et al.* (1997) encuentran que las empresas con mayor historia operativa tienden a utilizar los fondos obtenidos en las salidas a bolsa para reducir el endeudamiento, más que financiar el crecimiento.

Con el objetivo de analizar en mayor profundidad este aspecto hemos dividido la muestra objeto de estudio en función de la edad de las empresas en el momento de su salida a bolsa. Así, en la **tabla 3** (Paneles IA y IIA) se recoge el comportamiento inversor de las empresas divididas en dos grupos, tomando como criterio el valor mediano de la edad –historia operativa– de la empresa en el momento de su salida a bolsa. Puede observarse que las tasas de inversión en ambos casos sólo superan significativamente a las de la industria en los primeros años. Además, las diferencias entre el comportamiento inversor de ambos subgrupos tras el inicio de cotización no resultan estadísticamente significativos. Por lo tanto, no se puede concluir que las menores tasas de inversión constatadas en el caso español con respecto a la evidencia existente en EE.UU. vengan motivadas por la mayor edad de las empresas que inician su cotización en los mercados de valores.

**TABLA 3. Tasa de inversión de la empresa y crecimiento de las ventas en función de la historia operativa.**

Los valores de la tabla son los crecimientos medios o medianos expresados como porcentaje para las 111 empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997. La división de la muestra se ha realizado teniendo en cuenta la mediana de la historia operativa de la empresa en el momento de la salida a bolsa, que resultó ser de 22 años. Para ambas variables se mide la variación en el crecimiento anual en la variable con respecto al crecimiento del año –1, siendo 0 el año de la salida a bolsa de la empresa. El crecimiento se ajusta por la industria restándole a la variable correspondiente de la empresa el crecimiento de esa misma variable para la industria. El test utilizado es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1
<b>Panel I: Historia operativa inferior a 22 años</b>				
<i>Panel IA. Tasa de inversión</i>				
Cambio mediano (%) .....	39,94***	17,11	21,11	8,12
Cambio medio (%) .....	63,57	-8,32	54,37	48,31
Cambio mediano ajust industria (%) .....	46,54***	11,41	14,77	6,51
Cambio medio ajust. industria (%) .....	62,78	-7,66	40,97	30,81
Número observaciones .....	43	45	43	42
<i>Panel IB. Crecimiento de las ventas</i>				
Cambio mediano (%) .....	-1,87	0,95	-1,19	-5,15
Cambio medio (%) .....	101,03	10,19	-10,01	-24,15
Cambio mediano ajust industria (%) .....	-6,39	-2,73	-4,97	-4,88
Cambio medio ajust. industria (%) .....	101,27	6,46	-34,13	-18,47
Número observaciones .....	43	45	43	42

.../...



.../...

<b>Panel II: Historia operativa superior a 22 años</b>				
<i>Panel IIA. Tasa de inversión</i>				
Cambio mediano (%) .....	31,81***	17,45**	17,55	0,04
Cambio medio (%) .....	10,95	-79,64	-82,62	-44,86
Cambio mediano ajust industria (%) .....	32,30***	20,41**	16,41	3,19
Cambio medio ajust. industria (%) .....	12,57	-76,33	-73,35	-36,47
Número observaciones .....	48	47	47	41
<i>Panel IIB. Crecimiento de las ventas</i>				
Cambio mediano (%) .....	-5,40	-16,51***	-17,09**	-24,97***
Cambio medio (%) .....	19,17	-26,76	-10,33	-28,61
Cambio mediano ajust industria (%) .....	-4,34**	-13,16***	-14,41*	-17,12***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	12,84	-18,05	2,15	-20,47
Número observaciones .....	47	43	45	40

\*\*\* Significativo al 1%; \*\*Significativo al 5%; \*Significativo al 10%.

Otro elemento diferenciador de los resultados obtenidos con respecto a los puestos de mani-fiesto en EE.UU. radica en la evolución del crecimiento de las ventas –**tabla 2**, panel I–. Así, se constata que existe un descenso significativo en las tasas de crecimiento de las ventas tanto si se consideran valores ajustados como no ajustados por la industria con respecto a los niveles previos a la salida a bolsa. De hecho, en la **figura 2** se observa la existencia de tasas de crecimiento de las ventas muy importantes en los años –1 y 0 y superiores a las tasas de la industria, que disminuyen hasta situarse en los años 1 y 2 al nivel del resto de empresas de la industria. Este resultado, en línea a lo obtenido para la variable inversión, indica que las empresas que inician su cotización no tienen por objetivo financiar el crecimiento de la empresa que es el caso habitual de EE.UU. En la **tabla 3** (Paneles IB y IIB) puede observarse que son las empresas de mayor edad las que experimentan menores crecimientos de las ventas en relación a los obtenidos con carácter previo, mientras que en las empresas de menor historia operativa tienen unos crecimientos en las ventas que no son significativamente distintos de las restantes empresas de su industria. No obstante, las diferencias en el crecimiento de las ventas únicamente son significativas en el cambio ajustado por la industria del año 1 con respecto al año –1.

#### 4.1. Comportamiento operativo y método de salida a bolsa.

Una vez determinada la existencia de descensos significativos en la rentabilidad de las empresas que han iniciado su cotización en el mercado de valores español en el período comprendido entre 1985 y 1997, nos proponemos analizar si el método utilizado para el inicio de cotización tiene influencia sobre los resultados obtenidos.

En el mercado de capitales español existen cuatro formas de iniciar la cotización bursátil: introducción directa o «listing», colocación privada, oferta pública y colocación mixta. La entrada directa es un método por el cual se solicita la admisión a cotización de las acciones que están en manos de los accionistas, debiendo cumplir unos requisitos mínimos de distribución. La oferta privada supone la colocación de acciones limitada a un determinado sector del público inversor y pretende una mayor estabilidad del accionariado. La oferta pública (OPI) es una operación financiera a través de la cual una persona física o jurídica ofrece a los inversores la venta de un determinado número de acciones de la empresa. En general, al estar abierta a todo el público inversor, es la que permite una mayor ampliación de la base accionarial de la empresa. La colocación privada es compatible con la oferta pública y viceversa, dando lugar a la colocación mixta que permite mediante una adecuada combinación de uno y otro método, obtener las ventajas de los dos sistemas. La colocación directa presenta una diferencia importante con respecto al resto de formas, dado que los accionistas continúan siendo los mismos que con anterioridad a la salida a bolsa. Por su parte, la colocación privada supone que el procedimiento de salida a bolsa ocurre en un entorno caracterizado por una menor asimetría informativa.

En la **tabla 4** se ha distinguido el comportamiento de la rentabilidad de las empresas con posterioridad al inicio de cotización en función del método de colocación de las acciones. Así, se presentan los resultados para las salidas directas, las colocaciones privadas y las públicas <sup>5</sup>.

**TABLA 4. Comportamiento operativo en función del método de colocación.**

Los valores de la tabla son los cambios medios o medianos expresados como porcentaje para las empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997 según el método de colocación. Para cada una de las variables consideradas se mide el cambio en la variable como diferencia de los valores de los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1, siendo 0 el año de la salida a bolsa de la empresa. El cambio se ajusta por la industria restándole a la variable correspondiente de la empresa el cambio de esa misma variable para la industria. El test utilizado es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1
<b>Panel I. Colocación directa</b>				
<i>Panel IA: Rentabilidad económica</i>				
Cambio mediano (%) .....	2,49	2,12	0,50	-0,83
Cambio medio (%) .....	1,03	-0,20	-1,49	-3,93
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	2,48	3,80	1,93	-0,03
Cambio medio ajust. industria (%) .....	0,92	1,99	1,04	0,77
Número observaciones .....	16	18	18	14
<i>Panel IB: Cash-flow/Activo total</i>				
Cambio mediano (%) .....	3,54**	4,68	3,58	1,15
Cambio medio (%) .....	3,98	2,29	1,40	0,30
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	2,56*	4,67*	4,43	3,65
Cambio medio ajust. industria (%) .....	4,02	4,71	3,53	4,85
Número observaciones .....	16	18	18	14

<sup>5</sup> Únicamente, en cinco casos tiene lugar una colocación mixta, por lo que no se presenta la evolución de la rentabilidad para esta forma de colocación inicial de las acciones.

.../...

<i>Panel IC: Rentabilidad financiera</i>				
Cambio mediano (%) .....	4,08	-3,05	-5,08	-15,23***
Cambio medio (%) .....	0,03	-6,11	-10,58	-22,04
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	7,47	0,03	-3,61	-9,37
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-1,24	-5,41	-10,61	-18,80
Número observaciones .....	16	18	18	14
<b>Panel II. Colocación privada</b>				
<i>Panel IIA: Rentabilidad económica</i>				
Cambio mediano (%) .....	0,81	-0,55	-4,98**	-6,70***
Cambio medio (%) .....	1,18	-2,24	-5,18	-7,47
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	1,14	0,03	-2,41	-3,72
Cambio medio ajust. industria (%) .....	2,54	1,00	-2,61	-3,52
Número observaciones .....	30	29	27	24
<i>Panel IIB: Cash-flow/Activo total</i>				
Cambio mediano (%) .....	5,76***	1,52	0,06	-1,88
Cambio medio (%) .....	6,40	1,08	-0,38	-1,90
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	8,33***	4,82***	0,17	0,35
Cambio medio ajust. industria (%) .....	9,06	6,24	2,38	1,96
Número observaciones .....	30	29	27	24
<i>Panel IIC: Rentabilidad financiera</i>				
Cambio mediano (%) .....	-1,38	-5,89*	-13,63***	-19,26***
Cambio medio (%) .....	-1,31	-10,95	-19,98	-27,83
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-0,71	-5,27	-11,63**	-23,91**
Cambio medio ajust. industria (%) .....	1,35	-6,66	-15,85	-23,36
Número observaciones .....	30	29	27	24
<b>Panel III. Colocación pública</b>				
<i>Panel IIIA: Rentabilidad económica</i>				
Cambio mediano (%) .....	-0,22	-1,26**	-4,06***	-5,05***
Cambio medio (%) .....	-1,20	-3,21	-7,13	-7,18
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-0,05	-0,74	-2,06***	-3,12**
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-0,90	-2,45	-5,03	-5,62
Número observaciones .....	49	47	48	43
<i>Panel IIIB: Cash-flow/Activo total</i>				
Cambio mediano (%) .....	0,00***	-0,22***	-3,25***	-2,94***
Cambio medio (%) .....	-0,04	-1,38	-4,73	-4,28
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	0,42	0,19	-0,07	0,39
Cambio medio ajust. industria (%) .....	0,54	-0,01	-1,72	-2,93
Número observaciones .....	50	47	48	43

.../...

.../...

<i>Panel IIIC: Rentabilidad financiera</i>				
Cambio mediano (%) .....	-1,31	-5,27***	-12,87***	-10,79***
Cambio medio (%) .....	-8,91	-15,12	-28,52	-30,41
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	0,14	-6,50***	-10,78***	-9,32***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-8,49	-14,16	-26,28	-25,47
Número observaciones .....	49	47	48	43

\*\*\* Significativo al 1%; \*\*Significativo al 5%; \*Significativo al 10%.

La principal diferencia según el tipo de colocación se refiere a que en las salidas directas y en las colocaciones privadas, si atendemos a los cambios medianos ajustados por la industria, la rentabilidad económica no disminuye significativamente con posterioridad a la salida a bolsa, mientras que sí se observan reducciones significativas en el caso de las OPIs. Este resultado es explicable tanto desde el punto de vista de la hipótesis de costes de agencia como desde la hipótesis del «maquillaje» contable o la explicación de las ventanas de oportunidad. Dado que, por lo que se refiere a la colocación directa, los propietarios de la empresa siguen manteniendo el mismo porcentaje de propiedad tras la salida no existiría un cambio en los incentivos de los accionistas para ejercer el control ni un interés por alterar las cifras contables con la finalidad de obtener un buen precio en la colocación de las acciones, ni incentivos a llevar a cabo la salida cuando las acciones estén sobrevaloradas <sup>6</sup>. En cuanto a las colocaciones privadas, éstas tienen lugar en un entorno con menor asimetría informativa, dado que la oferta de títulos se realiza a un grupo reducido de inversores, por lo tanto la posibilidad de llevar a cabo la salida cuando las acciones están sobrevaloradas o de realizar un «maquillaje» de los beneficios sería menor comparado con la colocación pública. En esta misma línea la dispersión de la propiedad también será menor en las colocaciones privadas que en las ofertas públicas, justificando la existencia de menores descensos en la rentabilidad de aquéllas. Así mismo se constata en el análisis de la rentabilidad financiera que los descensos más significativos se dan para las ofertas públicas y en menor medida para las colocaciones privadas, siendo inexistentes en el caso de las salidas directas. En consecuencia, la existencia de un peor comportamiento en las salidas a bolsa que se realizan mediante oferta pública es consistente con las explicaciones propuestas de costes de agencia, de ventanas de oportunidad y de «maquillaje» contable.

#### 4.2. Comportamiento operativo y estructura de propiedad.

El descenso en la rentabilidad de la empresa, puesto de manifiesto por la evidencia empírica y que hemos corroborado en el caso español, puede ser debido al incremento en los costes de agencia derivado de la mayor dispersión que experimenta la propiedad de la empresa como consecuen-

<sup>6</sup> No descartamos que en las salidas directas o en las colocaciones privadas pueda originarse una reducción de las restricciones financieras como consecuencia del inicio de cotización, que justifique caídas en la rentabilidad mínima a exigir a los proyectos de inversión. No obstante, esta explicación ha sido descartada dados los comportamientos observados tanto en el coste de la deuda como en la rentabilidad financiera.

cia de la salida a bolsa. Aunque ésta ha sido la hipótesis contrastada en los trabajos previos que han analizado la influencia de la estructura de propiedad, cabe decir que el inicio de la cotización de las acciones de una empresa puede reducir los costes de agencia, al introducir un mecanismo de disciplina del comportamiento directivo.

Con el objetivo de contrastar la hipótesis de costes de agencia hemos dividido la muestra objeto de estudio en dos grupos según la concentración de la estructura de propiedad tras el inicio de cotización. Así, se ha medido el porcentaje de acciones poseídas por el accionista principal o por los tres accionistas principales al final del año en que ha tenido lugar la salida a bolsa. Dado que los descensos significativos en la rentabilidad suelen producirse a partir del segundo año desde el inicio de la cotización, hemos considerado también esas variables al final del segundo año con respecto al año de salida a bolsa. Así mismo y tomando en consideración la posible influencia sobre el control directivo que pueden ejercer las entidades financieras hemos utilizado como criterios para la división de la muestra el porcentaje de propiedad del primer accionista bancario y de la totalidad de accionistas bancarios al final del año en que ha tenido lugar la salida a bolsa y dos años después, por el motivo aducido anteriormente.

Para ello hemos dividido la muestra objeto de estudio en dos grupos para cada uno de los criterios considerados en función de la mediana de la variable. Dado que no disponemos de los datos de estructura de propiedad hasta 1990, no podemos incluir la totalidad de las empresas que han salido a bolsa, sino que cuando medimos la estructura de propiedad al final del año en que inicia su cotización contamos con 41 empresas y si la medida se realiza dos años después tenemos 88 empresas, frente a las 111 que componen la muestra total.

Al final del año en que se produce la salida a bolsa el principal accionista posee una propiedad media del 35,16% (valor mediano, 30,98%), mientras que los tres principales accionistas mantienen una propiedad media del 49,91% (valor mediano, 50,63%). Transcurridos dos años, estos porcentajes son, respectivamente, 41,84% (valor mediano, 36,33%) y 59,08% (valor mediano, 59,26%), poniendo de manifiesto un incremento en la concentración accionarial. Este incremento en la concentración accionarial tras la salida a bolsa contrasta con la evidencia puesta de manifiesto por MIKKELSON *et al.* (1997) para el mercado estadounidense. Estos valores también constatan la diferente concentración de la estructura de propiedad en el caso español con respecto a EE.UU. Por su parte, la propiedad media mantenida por las entidades financieras a final del año en que tuvo lugar el inicio de cotización era del 11,86% (valor mediano, 5,02%), mientras que dos años después el porcentaje se situaba en un 13,30% (valor mediano, 0%).

**TABLA 5. Rentabilidad de las empresas que salen a bolsa en función del porcentaje poseído por los tres accionistas principales.**

Los valores de la tabla son los cambios medios o medianos expresados como porcentaje para las empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1990 ó 1988, según se considere la estructura de propiedad del año 0 o del año 2 y 1997. La división de la muestra se ha realiza teniendo en cuenta la mediana del porcentaje poseído por los tres accionistas principales tanto al final de año en que se produce el inicio de cotización como dos años después, que resultó ser del 50,63% en el año 0 y de 59,26% en el año +2. Para las variables consideradas se mide el cambio en la variable en los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1, siendo 0 el año de la salida a bolsa de la empresa. El cambio se ajusta por la industria restándole a la variable correspondiente de la empresa el cambio de esa misma variable para la industria. El test utilizado es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

	Porcentaje de propiedad superior a 50,63% (año 0)				Porcentaje de propiedad superior a 59,26% (año 2)			
	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1
<b>Panel A: Rentabilidad económica</b>								
Cambio mediano (%)	0,04	-0,53	-1,75**	-3,70**	0,11	-1,02**	-3,60***	-3,62***
Cambio medio (%)	-3,10	-3,86	-8,21	-6,57	-1,53	-4,58	-8,54	-8,21
Cambio mediano ajust. industria (%)	-0,05	-0,48	-1,90*	-2,87**	-0,03	-0,57	-2,02**	-2,35*
Cambio medio ajust. industria (%)	-3,37	-4,09	-7,06	-6,03	-1,38	-2,69	-5,37	-5,24
Número observaciones	17	17	16	15	40	38	36	30
<b>Panel B: Cash-flow/Activo total</b>								
Cambio mediano (%)	0,45	0,34	-0,90	-2,29*	1,02	-0,17	-0,90	-1,53
Cambio medio (%)	-2,79	-3,22	-7,10	-4,69	0,63	-3,26	-4,51	-3,81
Cambio mediano ajust. industria (%)	0,41	0,11	0,58	0,08	1,03	0,75	0,88	-1,06
Cambio medio ajust. industria (%)	-1,94	-2,41	-4,66	-2,87	1,79	-0,14	-0,71	-0,15
Número observaciones	17	17	16	15	40	38	36	30
<b>Panel C: Rentabilidad financiera</b>								
Cambio mediano (%)	-1,56	-3,74**	-8,36**	-6,96**	-1,44	-4,66***	-14,52***	-12,56***
Cambio medio (%)	-23,76	-25,21	-47,38	-35,53	-2,40	-10,49	-28,93	-31,14
Cambio mediano ajust. industria (%)	-0,39	-5,38	-6,81*	-9,32*	-0,26	-5,52	-11,40***	-10,60***
Cambio medio ajust. industria (%)	-21,83	-21,33	-45,50	-34,69	-1,53	-7,80	-25,66	-27,30
Número observaciones	17	17	16	15	40	38	36	30
<b>Panel A: Rentabilidad económica</b>								
Cambio mediano (%)	-0,16	-1,08	-2,93	-2,55	-1,05***	-0,90***	-4,36***	-6,81***
Cambio medio (%)	0,94	-0,06	-1,88	-2,11	-0,42	-1,56	-5,64	-7,80
Cambio mediano ajust. industria (%)	-0,08	-0,60	-2,06	-1,12	-0,49	-0,48	-2,79***	-3,62***
Cambio medio ajust. industria (%)	1,54	0,59	-0,79	-2,62	-0,24	-0,65	-4,35	-5,71
Número observaciones	18	18	18	15	40	39	39	38
<b>Panel B: Cash-flow/Activo total</b>								
Cambio mediano (%)	1,35	0,96	0,45	-1,47	2,10	0,34	-1,18	-3,80***
Cambio medio (%)	2,74	1,56	0,35	-0,39	1,60	0,14	-2,54	-4,68
Cambio mediano ajust. industria (%)	0,46	0,87	1,58	0,39	1,75	0,95	1,12	0,39
Cambio medio ajust. industria (%)	2,50	2,17	2,05	-3,22	2,30	2,17	-0,27	-3,08
Número observaciones	18	18	18	15	41	39	39	38
<b>Panel C: Rentabilidad financiera</b>								
Cambio mediano (%)	-0,30	-3,77	-4,77*	-3,48	-0,42	-7,24***	-12,93***	-18,57***
Cambio medio (%)	1,10	-2,00	-4,91	-5,62	-6,88	-15,83	-22,40	-30,40
Cambio mediano ajust. industria (%)	0,48	-4,68	-5,77	-5,98	0,25	-7,40***	-8,96***	-11,19***
Cambio medio ajust. industria (%)	1,37	-3,42	-4,58	-4,50	-6,72	-14,94	-20,06	-23,05
Número observaciones	18	18	18	15	40	39	39	38

\*\*\* Significativo al 1%; \*\* Significativo al 5%; \* Significativo al 10%.

Los resultados obtenidos, recogidos en la **tabla 5**, ponen de manifiesto que si dividimos la muestra en función de la propiedad de los tres accionistas principales al final del año que se produce la salida a bolsa, existen mayores deterioros en la rentabilidad, una vez ajustada por la industria, para el subgrupo de mayor concentración en la propiedad, aunque las diferencias entre ambos subgrupos no son significativas para ninguno de los años en las tres variables de rentabilidad consideradas. Estos resultados no son favorables a la explicación del descenso en la rentabilidad como consecuencia del aumento de los costes de agencia derivados de una mayor dispersión en la propiedad. El efecto observado indica que son las empresas con menor concentración de la propiedad las que presentan una mejor evolución de su rentabilidad.

En la **tabla 5** se reflejan también los cambios en las tres variables de rentabilidad cuando se realiza la división de la muestra en función del valor mediano del porcentaje de propiedad de los tres accionistas principales una vez que han transcurrido dos años desde la salida en bolsa. En este caso, y de forma coherente el incremento de los costes de agencia como consecuencia de una mayor dispersión accionarial, se observa que las empresas que presentan una menor concentración de su propiedad tienden a presentar mayores descensos en su rentabilidad, no obstante, al igual que ocurría anteriormente, la diferencia entre ambos subgrupos no llega a ser estadísticamente significativa para ninguno de los años y las variables de rentabilidad consideradas <sup>7</sup>.

Se ha considerado un aspecto institucional diferencial con el mercado estadounidense que consiste en el papel activo que las entidades financieras desempeñan al tomar participaciones en el capital de las empresas. Hemos analizado, en consecuencia, si en función de la existencia o no de entidades financieras en el capital de las empresas difiere el comportamiento de la rentabilidad empresarial. Los resultados de este contraste se recogen en la **tabla 6**. El grupo constituido por las empresas donde las entidades financieras poseen un porcentaje superior al valor mediano vendrá caracterizado por un mayor control del comportamiento directivo y por consiguiente, siguiendo la hipótesis de agencia se esperará un menor deterioro en su rentabilidad con posterioridad a la salida a bolsa.

---

<sup>7</sup> Resultados totalmente similares obtenemos cuando se divide la muestra en función del valor mediano del porcentaje de propiedad poseído por el accionista principal, razón por la que no son presentados.

**TABLA 6. Rentabilidad de las empresas que salen a bolsa en función del porcentaje poseído por las entidades financieras.**

Los valores de la tabla son los cambios medios o medianos expresados como porcentaje para las empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1990 ó 1988, según se considere la estructura de propiedad del año 0 o del año 2 y 1997. La división de la muestra se ha realiza teniendo en cuenta la mediana del porcentaje poseído por la entidad financiera que posee un mayor porcentaje del capital de la empresa tanto al final de año en que se produce el inicio de cotización como dos años después, que resultó ser de 5,02% en el año 0 y de 0% en el año +2. Para las variables consideradas se mide el cambio en la variable en los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1, siendo 0 el año de la salida a bolsa de la empresa. El cambio se ajusta por la industria restándole a la variable correspondiente de la empresa el cambio de esa misma variable para la industria. El test utilizado es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1
<i>Porcentaje de propiedad superior a 5,02% (año 0)</i>								
<b>Panel A: Rentabilidad económica</b>								
Cambio mediano (%)	0,51	-0,71	-2,58	-1,84	-0,04	-0,53	-3,41***	-5,42***
Cambio medio (%)	-1,46	-2,59	-6,21	-4,21	-0,24	-2,78	-7,33	-8,41
Cambio mediano ajust. industria (%)	0,03	-1,07	-1,84	-0,83	-0,10	-0,74	-2,05***	-1,64***
Cambio medio ajust. industria (%)	-1,12	-2,28	-5,00	-4,12	-0,87	-1,96	-6,04	-7,41
Número observaciones	18	18	18	16	38	37	35	29
<b>Panel B: Cash-flow/Activo total</b>								
Cambio mediano (%)	0,45	0,44	-2,27	-1,81	1,99*	0,64	-1,72	-2,94**
Cambio medio (%)	-1,26	-2,24	-5,38	-2,69	1,09	-0,90	-4,11	-4,79
Cambio mediano ajust. industria (%)	-0,10	-0,79	1,85	0,62	1,54	1,98*	1,85	0,39
Cambio medio ajust. industria (%)	-0,38	-1,00	-2,76	-3,13	1,20	1,71	-1,40	-3,52
Número observaciones	18	18	18	16	38	37	35	29
<b>Panel C: Rentabilidad financiera</b>								
Cambio mediano (%)	0,78	-4,33	-7,46*	-2,35	ROE	ROE	-14,45***	-19,66***
Cambio medio (%)	-17,19	-20,93	-41,61	-29,99	-0,42	-6,81***	-28,51	-35,60
Cambio mediano ajust. industria (%)	5,47	-2,88	-7,14*	-4,66	-2,13	-10,59	-12,67***	-13,50***
Cambio medio ajust. industria (%)	-13,89	-19,00	-39,89	-28,80	-0,12	-7,76***	-28,07	-33,21
Número observaciones	18	18	18	16	38	37	35	29
<i>Porcentaje de propiedad inferior a 5,02% (año 0)</i>								
<b>Panel A: Rentabilidad económica</b>								
Cambio mediano (%)	-0,15	-0,56	-2,77*	-4,56**	-1,20	-1,61*	-4,96***	-6,89***
Cambio medio (%)	-0,56	-1,18	-3,35	-4,49	-1,65	-3,30	-6,76	-7,66
Cambio mediano ajust. industria (%)	-0,21	-0,48	-2,03*	-4,24**	-0,42	-0,43	-3,09**	-3,34**
Cambio medio ajust. industria (%)	-0,56	-1,05	-2,32	-4,55	-0,75	-1,37	-3,79	-4,09
Número observaciones	17	17	16	14	42	40	40	39
<b>Panel B: Cash-flow/Activo total</b>								
Cambio mediano (%)	0,59	0,13	0,73	-1,88	C-F/AT	C-F/AT	-0,98*	-3,82**
Cambio medio (%)	1,48	0,80	-0,66	-2,36	0,59	-0,33	-2,94	-3,93
Cambio mediano ajust. industria (%)	1,52	0,48	1,22	-2,06	1,14	-2,12	-0,40	-2,01
Cambio medio ajust. industria (%)	1,13	0,94	0,74	-2,95	1,75*	0,61	0,32	-0,50
Número observaciones	17	17	16	14	43	40	40	39
<b>Panel C: Rentabilidad financiera</b>								
Cambio mediano (%)	-3,31**	-3,74**	-5,23**	-6,30**	ROE	ROE	-12,47***	-14,97***
Cambio medio (%)	-4,40	-5,16	-6,09	-9,81	-1,66	-5,76***	-22,93	-27,11
Cambio mediano ajust. industria (%)	-3,65**	-6,50	-6,21*	-8,94*	0,11	-3,40*	-18,09	-9,32***
Cambio medio ajust. industria (%)	-5,67	-4,82	-5,78	-9,07	-6,29	-12,13	-18,09	-18,77
Número observaciones	17	17	16	14	43	40	40	39

\*\*\* Significativo al 1%; \*\*Significativo al 5%; \*Significativo al 10%.



Independientemente de la consideración únicamente de la propiedad del banco principal o de la totalidad que participan en el capital de la empresa, la clasificación de empresas en uno u otro subgrupo es la misma tanto si consideramos el año de la salida a bolsa como si realizamos esa medición dos años después. En los resultados recogidos en la **tabla 6** se puede comprobar que para las tres medidas consideradas de rentabilidad las empresas que poseen un bajo porcentaje de propiedad bancaria, y por tanto donde los costes de agencia serían superiores, presentan mayores descensos en su rentabilidad con posterioridad al inicio de su cotización. Además, los descensos son significativos en el grupo de baja propiedad bancaria, mientras que no son significativos en el de elevada propiedad. Resultados similares a los comentados son constatados cuando la medida del porcentaje de la propiedad se produce dos años con posterioridad al inicio de cotización, salvo por la variable rentabilidad financiera. Por consiguiente, parece existir una relación directa entre la propiedad que las entidades financieras mantienen en el capital de las empresas y el comportamiento tras su salida a bolsa, confirmando el papel supervisor desarrollado por las entidades financieras.

#### 4.3. Comportamiento operativo y ventanas de oportunidad.

El contraste de la hipótesis de ventanas de oportunidad se ha realizado en función de la valoración que empresas similares a las que inician su cotización tienen en el mercado de valores. Según la hipótesis de ventanas de oportunidad, las empresas aprovecharán momentos de valoración elevada, coincidiendo, por tanto, el inicio de cotización con la existencia de diferencias de valoración en el mercado entre las empresas pertenecientes a la misma industria que las empresas que comienzan su cotización y el resto de empresas. El análisis de esta hipótesis se ha llevado a cabo a partir de la comparación de la ratio valor de mercado/valor contable de los fondos propios para las empresas de la industria y para el resto de empresas cuyas acciones se negocian en el mercado de valores. Para ello, una vez calculado el valor de la ratio para todas las empresas cuyas acciones se negociaban en el mercado de valores en el período 1985-1997, se ha comparado el valor de esa ratio para las empresas pertenecientes a la misma industria frente al valor para el resto de empresas. Las empresas de la industria se han seleccionado siguiendo el mismo criterio aplicado anteriormente para el resto de variables. La **tabla 7** recoge los valores medios y medianos de las ratios valor de mercado/valor contable de los fondos propios tanto para la industria como para el mercado.

**TABLA 7. Valor de mercado/valor contable de los fondos propios.**

En la tabla se muestra la comparación de los ratios valor de mercado/valor contable de los fondos propios de las empresas que realizan una actividad similar a las empresas que salen a bolsa frente al resto de empresas presentes en el mercado. Se ha seleccionado una serie de empresas que realizan la misma actividad que las empresas que inician su cotización atendiendo a la clasificación CNAE 93. El estadístico utilizado es la U de Mann-Whitney.

	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
Media industria .....	1,64	1,67	1,56	1,33	1,20
Mediana industria .....	1,45***	1,47***	1,21	1,09	1,04
Media mercado .....	1,28	1,30	1,25	1,13	0,99
Mediana mercado .....	1,39	1,32	1,30	0,96	0,96

\*\*\* Significativo al 1%; \*\*Significativo al 5%;\*Significativo al 10%.

Puede observarse en los resultados la existencia de ratios de valoración de los fondos propios superiores en la industria que en el mercado en el momento de la salida a bolsa, atendiendo a valores medios 1,64 frente a 1,28. Una vez que la empresa inicia su cotización se produce un descenso paulatino en la ratio, tanto para las empresas de la industria como para el mercado. El hecho de que una elevada ratio de valoración inicial vaya acompañada de descensos en el mismo, descarta que la valoración inicial pueda deberse a las oportunidades futuras de inversión de la empresa.

Los resultados presentados son consistentes, por tanto, con la fijación por parte de las empresas del momento de su salida a bolsa en función de la valoración que el mercado realiza de empresas similares. Así, la salida se realiza coincidiendo con elevadas valoraciones de empresas similares en cuanto a su actividad. Con posterioridad el descubrimiento por parte de los inversores de la incapacidad de las empresas para mantener las rentabilidades obtenidas en momentos previos a la salida a bolsa determinará la disminución de las valoraciones, que se observa en el descenso de las ratios presentadas en la **tabla 7** y en los trabajos que han analizado el rendimiento a largo plazo de las acciones de las empresas que han iniciado su cotización en un mercado de valores (RITTER 1991, LOUGHRAN y RITTER, 1995).

## 5. COMPORTAMIENTO OPERATIVO Y SEÑALIZACIÓN

Adicionalmente a las hipótesis propuestas para la explicación del descenso en la rentabilidad empresarial con posterioridad a su salida a bolsa hemos analizado si una variable que la literatura ha propuesto como señalizadora de la calidad de la empresa puede ser considerada como tal con la base de datos de las empresas españolas que han iniciado su cotización en el período 1985-1997. Así, en este apartado se contrasta si el porcentaje de acciones retenido una vez iniciada la cotización por los accionistas antiguos puede ser considerado como una señal sobre la calidad de la empresa.

Los propietarios pueden señalar la calidad de la empresa reteniendo un porcentaje elevado de sus acciones (LELAND y PYLE, 1977), de tal forma que el mercado anticipa un mejor comportamiento futuro de estas empresas. Al objeto de contrastar este aspecto hemos dividido la muestra objeto de estudio en dos grupos en función de la mediana del porcentaje de acciones retenido por los accionistas. La utilización del porcentaje retenido como señal de la calidad de la empresa implicará que las empresas en que los accionistas antiguos mantienen un mayor porcentaje deben mostrarse a largo plazo como empresas de mayor calidad y por tanto con una mayor rentabilidad futura. En la **tabla 8** se recogen los valores de la rentabilidad empresarial para los grupos de mayor porcentaje retenido (alfa superior a la mediana) y de menor porcentaje (alfa inferior a la mediana).

**TABLA 8. Rentabilidad de las empresas en función del porcentaje retenido en la salida a bolsa.**

Los valores de la tabla son los cambios medios o medianos expresados como porcentaje para las 111 empresas que iniciaron su cotización en la Bolsa de Madrid entre 1985 y 1997. La división de la muestra se ha realizado teniendo en cuenta la mediana del porcentaje retenido por los accionistas antes de la salida a bolsa. Para las variables de rentabilidad se mide el cambio en la variable en los años 0, 1, 2 y 3 con respecto al valor del año -1, siendo 0 el año de la salida a bolsa de la empresa. El cambio se ajusta por la industria restándole a la variable correspondiente de la empresa el cambio de esa misma variable para la industria. El test utilizado es el test no paramétrico de rangos de signos de Wilcoxon.

	0/-1	1/-1	2/-1	3/-1
<b>Panel I. Porcentaje retenido superior a la mediana</b>				
<i>Panel IA. Rentabilidad económica</i>				
Cambio mediano (%) .....	0,78**	-0,07	-0,95**	-3,67***
Cambio medio (%) .....	1,32	-1,76	-4,12	-4,49
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	3,11***	0,66	-0,35	-0,72
Cambio medio ajust. industria (%) .....	2,32	0,70	-1,01	-0,02
Número observaciones .....	49	50	48	38
<i>Panel IB. Cash-flow/Activo total</i>				
Cambio mediano (%) .....	2,87***	0,70	0,64	-0,13
Cambio medio (%) .....	4,01	0,58	-1,28	-0,08
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	3,50***	3,36***	3,12**	1,70*
Cambio medio ajust. industria (%) .....	5,91	4,36	2,44	4,74
Número observaciones .....	49	50	48	38
<i>Panel IC: Rentabilidad financiera</i>				
Cambio mediano (%) .....	-0,29	-3,55	-7,92***	-10,69***
Cambio medio (%) .....	0,99	-7,82	-19,07	-18,11
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	1,13	-2,83	-6,02***	-6,85***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	2,53	-5,10	-16,89	-13,14
Número observaciones .....	49	50	48	38

.../...

.../...

<b>Panel II: Porcentaje retenido inferior a la mediana</b>				
<i>Panel IIA: Rentabilidad económica</i>				
Cambio mediano (%) .....	-0,99	-1,37	-4,94***	-6,59***
Cambio medio (%) .....	-1,18	-2,63	-6,66	-8,52
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-0,40	-1,19	-2,79***	-4,65***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-1,05	-1,57	-5,22	-7,23
Número observaciones .....	49	48	49	46
<i>Panel IIB: Cash-flow/Activo total</i>				
Cambio mediano (%) .....	2,14	0,58	-2,40**	-4,14***
Cambio medio (%) .....	1,57	0,00	-3,22	-5,10
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	1,66	0,91	-0,74	-1,66
Cambio medio ajust. industria (%) .....	2,10	1,87	-1,23	-4,21
Número observaciones .....	50	48	49	46
<i>Panel IIC: Rentabilidad financiera</i>				
Cambio mediano (%) .....	-0,98*	-7,03***	-15,74***	-23,31***
Cambio medio (%) .....	-10,21	-16,01	-25,89	-37,29
Cambio mediano ajust. industria (%) .....	-2,59	-6,30***	-11,63***	-19,57***
Cambio medio ajust. industria (%) .....	-9,83	-14,41	-23,00	-32,92
Número observaciones .....	49	48	49	46

\*\*\* Significativo al 1%; \*\*Significativo al 5%; \*Significativo al 10%.

Comparando los resultados obtenidos para ambos grupos se puede observar, en línea con las predicciones de la utilización del porcentaje retenido por los antiguos accionistas para señalar la calidad de la empresa, la existencia de disminuciones significativas en la rentabilidad económica de las empresas cuyos accionistas retienen un menor porcentaje de la propiedad después de la salida a bolsa, mientras que el grupo de empresas donde los accionistas mantienen mayor porcentaje de acciones no presenta descensos significativos de la rentabilidad económica. El comportamiento de la variable *cash-flow* operativo con respecto al activo total es del mismo signo, aunque en este caso hay un incremento significativo en las de elevado porcentaje retenido y un descenso no significativo en las de bajo. La rentabilidad financiera presenta descensos en ambos subgrupos, no obstante el descenso en el grupo de mayor retención de la propiedad una vez ajustado por el comportamiento de la industria es de un -6,85% frente a un -19,57% para el grupo de mayor dispersión de la propiedad. Las diferencias en rentabilidad entre ambos subgrupos son estadísticamente significativas. Así, para la rentabilidad económica y tomando como valores los cambios ajustados por la industria se obtiene que las diferencias entre el grupo de elevado porcentaje de retención y de bajo son significativas al 95%, para los años 0, 2 y 3 con respecto al año -1. Para la variable *cash-flow* con respecto al activo total y la rentabilidad financiera las diferencias son significativas, también, para la mayoría de los años considerados.

El mayor deterioro observado en la rentabilidad de las empresas en las cuales los accionistas iniciales mantienen un menor porcentaje de la propiedad una vez que la empresa ha iniciado su cotización es consecuente con los argumentos de la utilización del porcentaje de acciones retenido como señal de la calidad de la empresa. No obstante, la no existencia de rentabilidades económicas o financieras positivas incluso en el grupo de elevado porcentaje retenido, salvo por lo que respecta a la variable *cash-flow*, pone de manifiesto la relevancia de las explicaciones de ventanas de oportunidad o de «maquillaje» contable y marginalmente de costes de agencia, tal como se puso de manifiesto en el anterior apartado a la hora de explicar los descensos en la rentabilidad operativa de las empresas que inician su cotización.

## 6. CONCLUSIONES

El análisis realizado con las empresas que han iniciado su cotización en la Bolsa de Madrid en el período comprendido entre 1985 y 1997 ha puesto de manifiesto la existencia de una disminución en la rentabilidad económica de la empresa, en línea con la evidencia empírica existente en otros países. Este deterioro no se encuentra vinculado a caídas sistemáticas en las ventas con posterioridad a la salida, sino que aunque a ritmo decreciente las empresas continúan incrementando sus ventas.

De forma consecuente con las hipótesis de incremento de los costes de agencia, de «ventanas de oportunidad» y de «maquillaje» contable se observa la existencia de diferencias en la rentabilidad de las empresas atendiendo a la forma de salida al mercado. Así, las empresas que acceden al mercado a través de salidas directas o de colocaciones privadas no presentan descensos significativos en su rentabilidad económica con posterioridad a la salida a bolsa, lo cual es consistente con la menor o nula dispersión que se produce en la estructura de propiedad de estas empresas, y con la inexistencia de incentivos o las mayores dificultades para realizar la colocación en momentos de sobrevaloración o para alterar las cifras contables.

Por lo que respecta a la hipótesis de agencia propuesta se pone de manifiesto que la concentración de la propiedad, medida a través del porcentaje de capital poseído por el principal o los tres principales accionistas, no tiene influencia sobre la rentabilidad operativa. No obstante, el control directivo realizado por las entidades financieras sí tiene influencia sobre la rentabilidad empresarial con posterioridad al inicio de cotización, ya que el porcentaje de propiedad mantenido por las entidades financieras influye sobre la evolución de la rentabilidad. Así, en las empresas donde la participación bancaria en el capital es mayor experimentan un mejor comportamiento de su rentabilidad tras el inicio de cotización.

En línea con la hipótesis de ventanas de oportunidad las empresas tienden a realizar su salida al mercado coincidiendo con momentos en que la valoración de las empresas que realizan una actividad similar es superior a la que tienen el resto de empresas.

De forma contraria a lo propuesto por la hipótesis de reducción de las restricciones financieras, las empresas que inician su cotización no parecen obtener reducciones en el coste de los recursos ajenos que incrementen el volumen de fondos disponibles y como consecuencia se reduzca la rentabilidad marginal y la rentabilidad media de los proyectos asumidos. Este resultado nos permite rechazar que el descenso en la rentabilidad operativa tenga relación con la hipótesis de reducción de las restricciones financieras. Por otra parte, la inexistencia de descensos en la rentabilidad operativa cuando ésta se aproxima a partir del *cash-flow* operativo, parece aportar evidencia favorable a la realización de ajustes contables en las cifras de beneficios de las empresas que van a iniciar su cotización. En definitiva, los resultados obtenidos nos permiten concluir que las reducciones en la rentabilidad operativa tras la salida a bolsa de las empresas está relacionada con las hipótesis de agencia a través del control realizado por las entidades financieras, y con las hipótesis de ventanas de oportunidad y de «maquillaje» contable.

Asimismo el trabajo realizado nos permite concluir favorablemente con respecto a la validez del porcentaje retenido en la salida a bolsa como señal sobre la calidad de la empresa.

## BIBLIOGRAFÍA

- BRAV, A.; GECZY, C. y GOMPERS, P. (2000): «Is the abnormal return following equity issuance anomalous?». *Journal of Financial Economics*, 56, págs. 206-249.
- BRAV, A. y GOMPERS, P. (1997): «Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies». *Journal of Finance*, 52, págs. 1.791-1.821.
- CAI, J. y WEI, K.C. (1997): «The investment and operating performance of Japanese initial public offerings». *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 5, págs. 389-417.
- ESPENLAUB, S.; GREGORY, A. y TONKS, I. (2000): «Re-assessing the long-term underperformance of UK Initial Public Offerings». *European Financial Management* 6, págs. 319-342.
- FAMA, E. (1998): «Market efficiency, long-term returns and behavioral finance». *Journal of Financial Economics*, 49, págs. 283-306.

- FAZZARI, S.M.; HUBBARD, R.G. y PETERSEN, B.C. (1988): «Financing constraints and corporate investment». *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 1, págs. 141-195.
- GEDAJLOVIC, E. y SHAPIRO, D. (1998): «Management and ownership effects: Evidence from five countries». *Strategic Management Journal* 19, págs. 533-553.
- GONZÁLEZ, V.M. (1997): «La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones». *Investigaciones Económicas* 21 (1), págs. 111-128.
- JAIN, B.A. y KINI, O. (1994): «The post-issue operating performance of IPO firms». *Journal of Finance*, vol. 49, n.º 5, págs. 1.699-1.726.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure». *Journal of Financial Economics* 3, págs. 305-360.
- KIM, J. (1999): «The relaxation of financing constraints by the initial public offering of small manufacturing firms». *Small Business Economics*, vol. 12, págs. 191-202.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977): «Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation». *Journal of Finance*, vol. 32, n.º 2, mayo, págs. 371-387.
- LOUGHRAN, T. y RITTER, J. (1995): «The new issues puzzle». *Journal of Finance* 50 (1), págs. 23-51.
- LOUGHRAN, T. y RITTER, J. (1997): «The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings». *Journal of Finance* 52 (5), págs. 1.823-1.850.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economics* 27, págs. 595-612.
- MIKKELSON, W.H.; PARTCH, M.M. y SHAH, K. (1997): «Ownership and operating performance of companies that go public». *Journal of Financial Economics*, vol. 44, págs. 281-307.
- MORCK, R.; S. SHLEIFER, y VISHNY, R.W. (1988): «Management ownership and market valuation: An empirical analysis». *Journal of Financial Economics* 20, págs. 293-315.
- PAGANO, M.; PANETTA, F. y ZINGALES, L. (1998): «Why do companies go public? An empirical analysis». *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 1, págs. 27-64.
- PAGANO, M.; PANETTA, F. y ZINGALES, L. (1996): «The stock market as a source of capital: Some lessons from initial public offerings in Italy». *European Economic Review*, vol. 40, págs. 1.057-1.069.

- RAJAN, R.G. (1992): «Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt». *Journal of Finance*, vol. 47, págs. 1.367-1.400.
- RITTER, J. (1991): «The long-run performance of initial public offerings». *Journal of Finance*, vol. 46, n.º 1, págs. 3-28.
- STULZ, R. (1988): «Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control». *Journal of Financial Economics* 20, págs. 25-54.
- TEOH, S.H.; WELCH, I. y WONG, T.J. (1998): «Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings». *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 6, págs. 1.935-1.974.
- ZOIDO, E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones Económicas* 22 (3), págs. 427-467.