

## **Determinantes de la decisión de apertura bursátil para empresas en Chile**

**Nicolás Andrés Gracia Magallón**

*Facultad de Economía y Negocios*

*Universidad de Chile*

[ngracia@fen.uchile.cl](mailto:ngracia@fen.uchile.cl)

**Humberto Alexander Gacitúa Rodríguez**

*Facultad de Economía y Negocios*

*Universidad de Chile*

[hgacitua@fen.uchile.cl](mailto:hgacitua@fen.uchile.cl)

**Mauricio Alejandro Jara Bertín**

*Facultad de Economía y Negocios*

*Universidad de Chile*

[mjarab@fen.uchile.cl](mailto:mjarab@fen.uchile.cl)

### **Abstract**

This study seeks to establish the determinants that affect the realization of a public offering of shares by companies in Chile. In the current Chilean context it can be seen that each time companies take more seriously and carefully the decision to go public and remain listed, becoming increasingly less frequent and more dependent on the economic climate.

Since going public is a useful way for projects financing without the use of debt or internal capital, understanding what factors influence this decision has value for companies that are thinking of using an IPO for its new investments or to grow as a company.

The central element of this work is to analyze the determinants that influence the decision to go public for companies in Chile, through data and financial ratios of a list of companies both traded and unlisted between the years 2002 to 2014.

Keywords: Decision to go public, IPO, Chilean Market.

## Resumen

Este estudio busca establecer los determinantes que inciden en la realización de una oferta pública de acciones por parte de las empresas en Chile. En el contexto chileno actual se puede observar que las empresas toman con más seriedad y cuidado la decisión de apertura bursátil y mantenerse listadas, transformándose cada vez en un suceso menos frecuente y más dependiente del clima económico. Debido a que una apertura bursátil es una forma útil de financiar proyectos sin tener que recurrir a deuda o capital interno, entender qué factores influyen en esta decisión tiene valor para las empresas que estén pensando en usar un IPO para usar en nuevas inversiones o para crecer como empresa.

El elemento central de este trabajo consiste en analizar, mediante datos y *ratios* financieros de una lista de empresas transadas como no listadas entre el 2002 y 2014, los determinantes que influyen en la decisión de apertura bursátil para empresas en Chile.

Palabras clave: Apertura bursátil, IPO, mercado chileno.

## 1. Introducción

Las empresas cuentan con variados métodos de financiamiento, los que se pueden resumir en 4 categorías, de acuerdo con Myers y Majluf (1984): capital interno, deuda de bajo riesgo, deuda pública (con riesgo) y acciones, conformando la jerarquía de financiamiento. De acuerdo con el FMI<sup>1</sup>, Chile es el país de América Latina que ha experimentado el mayor crecimiento de la deuda corporativa en

<sup>1</sup>FMI, Global Financial Stability Report, Abril 2015 (Figura 1.26).

relación con la variación del PIB, donde entre 2007 y 2014 la deuda corporativa como porcentaje del PIB aumentó en 20 puntos porcentuales. Más aún, el FMI<sup>2</sup> advirtió a Chile que deberá tomar medidas si la deuda corporativa continúa creciendo. Por este motivo es necesario que las empresas busquen métodos alternativos para financiar nuevos proyectos y crecer.

Es en esta situación que las empresas deben considerar la posibilidad de una IPO como una opción para recaudar fondos. Sin embargo, aunque existen variados motivos para tomar esta decisión, es difícil saber con certeza si esta medida tendrá efectos positivos o negativos para la empresa. Organizaciones de calibre internacional (como Walmart) han decidido deslistarse del mercado accionario local. Por este motivo, es relevante lograr entender cuáles son los determinantes que afectan esta decisión y en qué grado lo hacen.

Considerando lo anterior como punto de partida, este trabajo tiene como objetivo central descubrir qué variables inciden en la decisión de apertura bursátil de las empresas en Chile y mantenerse listadas, explicando en qué consisten estas y cuánto afectan la decisión dentro del modelo construido. Esto fue realizado mediante un análisis de datos de panel y regresiones, los que buscan en primera instancia conseguir resultados significativos para las variables incluidas, permitiendo que la decisión de salir a bolsa se realice de manera más informada.

## **2. Revisión de la literatura**

Una IPO es la primera vez que las acciones de una empresa son vendidas a inversionistas públicos y por lo mismo la primera vez que estas son transadas en el mercado bursátil. La decisión de realizar esta oferta depende de múltiples factores, entre ellos se pueden mencionar motivos de liquidez para los accionistas, obtener

<sup>2</sup>FMI, Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Octubre 2015.

financiamiento para proyectos (nuevos o existentes), disminuir el costo de capital de la empresa además de mejorar su visibilidad y reputación.

Con esto en consideración, es posible afirmar que la decisión de realizar una IPO modifica la estructura legal y económica de la organización, pues en este nuevo escenario la administración se hace responsable de un conjunto de diferentes propietarios y desafíos. Además, la información financiera que antes era de carácter privada se debe hacer pública para todas las partes interesadas.

Múltiples estudios han investigado el desempeño post-IPO en el corto y largo plazo (Jain y Kini, 1999), además de abordar la pregunta de por qué las firmas deciden recaudar fondos por medio de acciones. Sin embargo, modelos que verifiquen estos temas siguen siendo escasos, debido en gran parte a la falta de datos contrastables respecto de las empresas privadas, los que son necesarios para una investigación de la elección entre una apertura bursátil y mantenerse como privada. La mayor parte de la evidencia se encuentra en países europeos desarrollados (Pagano *et al.*, 1998, acerca de Italia; Fischer, 2000 y Boehmer y Ljungqvist, 2001, para Alemania; Gill de Albornoz y Pope, 2004, para Reino Unido), lo que hace difícil poder extrapolarlos en su totalidad para el mercado chileno. Además, la decisión de apertura bursátil es afectada por múltiples factores.

Siendo conscientes de estas limitaciones, la mayoría de las teorías se centran en diferentes aspectos de las decisiones relacionadas con una IPO, proponiendo relaciones que pueden ser contrastadas entre características *ex ante* de las empresas y la probabilidad de una IPO y entre esta probabilidad y las consecuencias de la decisión en las políticas financieras y de inversión de la compañía.

## *A. Ventajas de una apertura bursátil*

### a. FINANCIAMIENTO Y CRECIMIENTO

Una apertura bursátil es una de las fuentes para recaudar fondos externos más importantes para una organización, en especial para aquellas que no generen suficiente capital interno para financiar su crecimiento (Pagano y Röell, 1998). Holmström y Tirole (1993) indican que recaudar fondos externos da la posibilidad de obtener financiamiento directo a bajo costo sin recurrir a intermediarios financieros. En forma similar, Modigliani y Miller (1963) señalan que las firmas recurren a financiamiento externo por medio de una IPO para minimizar el costo de capital y por esta razón maximizar el valor de la compañía.

Con esto en consideración, se espera que la probabilidad de que una empresa salga a Bolsa se relacione positivamente con su crecimiento y negativamente con su rentabilidad, ya que se espera que sean firmas que no sean capaces de generar en forma interna todo el capital necesario para financiar su crecimiento y oportunidades de inversión. Sin embargo, los hallazgos de Helwege y Packer (2001) no logran encontrar una relación significativa que apoye esto.

### b. BALANCEO DEL PORTFOLIO

Un motivo para una apertura bursátil es por el deseo de su dueño de desinvertir o diversificar, disminuyendo el riesgo al que están sujetos. Rydqvist y Högholm (1995) sugieren la diversificación como un motivo central para una apertura bursátil, donde las firmas suecas entre 1970 y 1991 realizaron este proceso para que sus dueños pudieran recuperar su inversión. Fischer (2000) considera el nivel de activos intangibles como una buena aproximación de riesgo,

donde habrá una relación positiva entre esta variable y la probabilidad de una IPO.

c. LIQUIDEZ

Listarse en Bolsa genera que el patrimonio de una empresa se vuelva más líquido y que transar la propiedad de la firma sea más barato y fácil, al eliminar la necesidad de buscar a una sola contraparte interesada (Bolton y Von Thadden, 1998). Las acciones de una compañía son más líquidas a medida que son más transadas, por lo que generalmente solo las organizaciones más grandes obtienen beneficios por liquidez, lo que da otra razón para predecir que las empresas de mayor tamaño tienen una mayor probabilidad de una IPO.

d. RESTRICCIONES DE DEUDA

Las firmas con altos niveles de deuda pueden encontrar limitaciones para seguir aumentándola, ya que sus acreedores están conscientes del riesgo ya existente. Rajan (1992) plantea que un beneficio para las firmas que decidan realizar una apertura bursátil es una mejora en la competitividad para pagar sus deudas, una disminución en el costo del crédito y mayor acceso a fondos externos.

Sin embargo, el *leverage* también puede disuadir a las empresas de realizar una IPO. Pagano *et al.* (1998) encuentran en su estudio que el *leverage* tiene una relación negativa con la probabilidad de salir a Bolsa. Estos hallazgos son similares a los encontrados por Fischer (2000) en su trabajo con empresas alemanas y Helwege y Packer (2001) para empresas estadounidenses.

Respecto del *leverage*, Ross (1977) señala que incrementos en el nivel de endeudamiento hacen asumir a los gerentes un mayor

nivel de riesgo de incumplimiento, disminuyendo su bienestar. Sin embargo, este nivel de riesgo es menor para los gerentes de empresas de buena calidad, siendo posible para ellos dar señales positivas con mayores niveles de deuda. Relativo a esto, señala que altos niveles de deuda pueden usarse como una señal creíble y costosa de imitar, que comunicará al mercado que la empresa tiene buena reputación. Por su parte, las empresas de mala reputación no tomarán altos niveles de deuda por los altos costos de quiebra.

e. PUBLICIDAD Y REPUTACIÓN

De acuerdo con Maksimovic y Pichler (2001) las empresas que poseen una buena calidad de gestión o tienen una buena reputación tienden a optar por una apertura bursátil. Las firmas realizan ofertas públicas para sostener, potenciar o reconstruir su reputación.

B. *Desventajas de una apertura bursátil*

a. SELECCIÓN ADVERSA

Se puede asumir que existen claras asimetrías de información entre los *insiders* y el público general, donde los primeros cuentan con más información acerca de la empresa y su verdadero valor de mercado. La teoría indica que esto puede tener efectos negativos respecto de la calidad de firmas que se encuentran listadas (Leland y Pyle, 1977). Leland y Pyle no son los únicos que han estudiado el efecto de las asimetrías de información en la decisión de salir a Bolsa (Brealey *et al.* 1977), donde el consenso es que la asimetría de información resulta en un precio inicial más bajo, demostrando el efecto negativo de la selección adversa.

Los modelos de selección adversa sugieren que las firmas más pequeñas y nuevas son las más afectadas. Esto se debe a que tienen una menor visibilidad que las grandes empresas y a que tienen menos registros que demuestren su solidez financiera. Por esto motivo, son menos propensas a salir a Bolsa (Pagano *et al.*, 1998; Helwege y Packer, 2001).

Una forma de solucionar estos problemas es por medio de señalización. En esta situación, Diamond (1991) sostiene que un factor que permite señalar es la rentabilidad, donde mientras más alta sea, más probable es que una organización salga a Bolsa. Por su parte, Myers y Majluf (1984) señalan que las firmas comunican información al mercado por medio de transacciones corporativas, siendo información favorable el aumento de dividendos (*cash outflows*) e información desfavorable de las oportunidades económicas de la firma informar una nueva emisión de capital (*cash inflows*).

Sin embargo, también existen argumentos de que la relación sea a la inversa (mayor rentabilidad, menor probabilidad de una IPO), ya que una organización con mayor rentabilidad tendría mejor desempeño para generar fondos para financiamiento de sus nuevos proyectos y crecimiento, requiriendo menos capital externo (y bajando la posibilidad de salir a Bolsa).

Tanto Pagano *et al.* (1998) como Fischer (2000) encuentran relaciones positivas y significativas entre rentabilidad y probabilidad de salir a Bolsa (en el caso de Fischer usa ROA como medida de rentabilidad), mientras que Helwege y Packer (2001) no encuentran relaciones significativas.

#### b. CONFIDENCIALIDAD

Hay teorías, como las de Campbell (1979), Yosha (1995), Maksimovic y Pichler (2001), que sugieren que los costos y consecuencias de revelar información importante y privada de la

empresa, así como avances tecnológicos, planes estratégicos, planes de *marketing*, entre otros, puede desalentar a las organizaciones de tomar la decisión de salir a Bolsa. Por tanto, debido a que el proceso de apertura bursátil revela información importante, se puede extrapolar que la probabilidad de una IPO se relaciona negativamente con los esfuerzos de R&D de una empresa (Maksimovic y Pichler, 2001).

c. COSTOS DEL PROCESO

El proceso de listar una firma en la Bolsa de Santiago tiene múltiples costos. Existen costos administrativos directos como el *underwriting* (contrato entre una institución financiera y una sociedad previo a la colocación de acciones) y cuotas de inscripción. A esto se suman los costos administrativos anuales posteriores, como la elaboración de informes públicos acerca de la compañía, servicios de auditoría, cuotas de compra y venta de acciones, entre muchos otros (Pagano y Röell, 1998). Estos costos son en su mayoría fijos, por lo que tienden a tener un efecto mayor en las organizaciones más pequeñas, haciendo que sea menos probable que estas se listen.

C. *Evidencia empírica internacional*

Brau y Fawcett (2006), en su investigación de 340 empresas norteamericanas no financieras que realizaron una IPO entre el 2000 y 2002 y en relación con la aplicación de encuestas en 336 gerentes de finanzas de estas empresas, observaron que la principal razón para recurrir a financiamiento externo mediante una IPO es la posibilidad de generar capital externo destinado a futuras adquisiciones de la firma, sin considerar la minimización del costo de capital como principal objetivo.

De acuerdo con Ritter y Welch (2002), el comportamiento empírico observado previamente en mercados desarrollados ha sido que las aperturas a Bolsa, mediante IPO, han ofrecido inicialmente elevadas rentabilidades derivadas de un importante descuento en el precio, conocido como *underpricing*.

Smith y Watts (1992) observaron que el *ratio* de *leverage* está sujeto a las oportunidades de crecimiento de la firma, donde mayores oportunidades de crecimiento se traducen en un *ratio* de endeudamiento menor. Por otra parte, ellos verifican que un alto nivel de regulación a las opciones de financiamiento se traduce en altos niveles de *leverage*.

Helwege y Liang (1996) no encontraron que el financiamiento post-IPO se guiara bajo la teoría de Pecking Order, pues se encontraron con que las empresas no pudieron agotar su provisión de capital interno antes de acceder a los mercados externos; aunque las empresas con mayores excedentes tendieron a evitar la obtención de financiación externa.

#### D. Evidencia empírica en Chile

Para analizar la evidencia empírica en Chile, en primer lugar es necesario identificar el escenario económico en el que se han desenvuelto las IPO nacionales. Al respecto, Maquieira y Yáñez (2009) señalan que la baja actividad de IPO en Chile entre 1998 y 2001 fue inducida por la crisis asiática, además de la ausencia de privatizaciones, contando con cero emisiones realizadas en dicho periodo. Para el periodo analizado, se debe tomar en cuenta la crisis financiera del 2008 que afectó al mercado global. En el caso de Chile, solo cinco organizaciones salieron a Bolsa entre el 2008 y 2010.

Respecto del nivel de endeudamiento, en el estudio realizado por Maquieira y Yáñez (2009) acerca de IPO realizadas entre 1994 y 2007, se plantea como hipótesis que la empresa debiera incrementar

su endeudamiento o *leverage* post-IPO debido a que puede aprovechar mejores condiciones de mercado y además recurrir a sustitutos del crédito bancario como los bonos, observando como resultado un poco claro incremento en el nivel de endeudamiento, por lo que concluyen que el mercado chileno no necesariamente aumenta su *leverage* post-IPO. Respecto del desempeño operacional de las empresas chilenas entre 1998 y 2003, Farías y González (2009) no observan un desempeño operacional deficiente post-IPO.

### **3. Objetivos de la investigación**

Esta investigación tiene como objetivo central descubrir qué variables inciden en la decisión de las empresas chilenas de salir a Bolsa y mantenerse listadas, explicando en qué consisten estas y cuánto afectan las decisiones dentro del modelo construido.

Como se plantea en la revisión de literatura, se usará un modelo similar al encontrado en Gill de Albornoz y Pope (2004), el que fue construido tomando en consideración la investigación de Pagano *et al.* (1998) para compañías italianas.

Se espera que este modelo establezca una base para comenzar a desarrollar el tema en el mercado chileno, además de ser útil para otros países en desarrollo, ya que la mayor parte de la literatura relacionada al tema (y empleada en esta investigación) concierne a países desarrollados. También se espera contribuir a dilucidar qué variables independientes tienen relación significativa con la variable dependiente (la que se encuentra definida en la sección 4) y qué sentido tiene esta relación, con lo que se comenzaría a establecer las variables relevantes para un modelo definitivo.

## 4. Diseño de la investigación

### A. Datos

Los datos fueron extraídos en su mayoría de S&P Capital IQ, con los años en que las empresas salían a Bolsa siendo obtenidos de la CMF y de las páginas *web* de cada organización.

Las observaciones cuentan con los estados financieros de cada organización para los años disponibles después del 2002, además de su *ticker*, fecha de inscripción en la Bolsa de Santiago y su industria. A causa de que no todas las empresas entregan información para las variables relevantes, la muestra utilizada se reduce a 573 observaciones.

Los datos obtenidos para generar las variables independientes son: ingresos totales, ingresos netos, propiedad, planta y equipo neto, activos totales, deuda total y gastos de capital (los datos mencionados son expresados en millones de pesos chilenos), los que se utilizaron para generar las variables independientes explicadas más adelante.

## 5. Metodología

La metodología usada en esta investigación fue una regresión *logit* mediante datos de panel, que toma los datos para cada empresa analizada desde el primer año registrado (con límite en el 2002) al 2014. Las empresas se encuentran divididas en dos grupos: el grupo de análisis, que contiene a las empresas listadas en Bolsa; y el grupo de control, que tiene empresas grandes que nunca se han transado en la Bolsa de Santiago. Este análisis está centrado en las 69 empresas que presentan la información necesaria y cumplen los criterios para realizar el análisis.

Pagano *et al.* (1998) sugieren que los determinantes de la decisión pueden ser extraídos de características antes de la salida a

Bolsa de la empresa y de las consecuencias de esta salida en los resultados operacionales. Ambas fuentes de información (*ex ante* y *ex post*) trabajan en forma complementaria, ya que hay motivos para hacerse públicas que solo pueden ser inferidos de la información posterior a la oferta pública inicial. Un ejemplo de esta situación es cuando las IPO son usadas para vender la empresa o una fracción de esta (Zingales, 1995; Mello y Parsons, 1998). Zingales se centra en el rol de la IPO en maximizar las ganancias del dueño original de la organización cuando este vende, mientras que Mello y Parsons analizan métodos alternativos de venta de empresa y cómo aumentar el valor de mercado mediante de una discriminación a favor de inversionistas activos.

Considerando la muestra utilizada, la regresión del modelo desarrollado es la siguiente:

$$\begin{aligned} Listed_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 LEVERAGE_{it} + \alpha_3 TANGIBILITY_{it} \\ & + \alpha_4 GROWTH_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 ROTATION_{it} \\ & + \alpha_7 CAPEX_{it} + e \end{aligned} \quad (1)$$

En la ecuación (1)  $Listed_{it}$  es una variable binaria igual a 1 si la firma  $i$  salió a la Bolsa en el año  $t$  y 0 si no salió a Bolsa o ya está listada. La muestra considera todas las empresas analizadas para este estudio, tanto aquellas que se encuentran listadas (grupo de análisis) como aquellas que no lo están (grupo de control).

#### A. Definición y explicación de variables

Las variables independientes incluidas son aquellas que la teoría relaciona con la decisión de salir a Bolsa y mantenerse listadas. Estas se encuentran explicadas a continuación:

*Size* (tamaño): Se utilizan dos aproximaciones de esta variable, una como logaritmo de los activos totales y otra como logaritmo de las ventas. Pagano *et al.* (1998) encuentran que el tamaño de una firma está significativa y positivamente correlacionado con la posibilidad de salir a Bolsa en Italia. Helwege y Packer (2001) validan esta relación por medio de sus investigaciones en el mercado estadounidense.

*Leverage* (apalancamiento): Es medido como deuda total sobre activos totales. En la bibliografía de esta variable no se encuentran resultados concluyentes acerca de su significancia y la dirección de su relación. Esto sumado a la poca evidencia del mercado chileno hace que sea una variable incierta para el estudio.

*Tangibility* (tangibilidad): El nivel de activos tangibles (propiedades, planta y equipos) respecto de activos totales es una aproximación del riesgo de la firma. Debido a que la diversificación es un motivo para realizar una IPO, se espera que esta variable se relacione negativamente con la posibilidad de salir a Bolsa. Gill de Albornoz y Pope (2004) trabajan esta variable como intangibilidad, por lo que los resultados deberían ser análogos a los encontrados en ese trabajo.

*Growth* (crecimiento): Se encuentra medido como el porcentaje de variación de las ventas  $((Ventas_t - Ventas_{t-1}) / Ventas_{t-1})$ . La teoría explica que las organizaciones se hacen públicas para financiar inversiones y aumentar su crecimiento, por lo que es esperable que esta variable se relacione positiva y significativamente con la posibilidad de salir a bolsa y mantenerse listada.

ROA (retorno sobre activos): Medida de rentabilidad definida como ingreso neto sobre activos totales. A diferencia de Gill de Albornoz y Pope (2004), que mide esta variable de dos formas, solo se utilizará para esta regresión la definición mencionada. La literatura muestra resultados ambiguos en la relación entre esta variable y la

posibilidad de salir a bolsa. Esto se debe a la variedad de posibilidades que tiene una firma rentable. Por una parte, está la posibilidad de recurrir a fondos internos para financiar nuevos proyectos, avalado por la jerarquía de fuentes de financiamiento, que daría una relación negativa con la variable dependiente. Por otra parte, ser rentables puede ayudar a las empresas a superar problemas de selección adversa, haciendo que sea más probable que salgan a Bolsa. Producido esto, se puede establecer que el efecto es ambiguo.

*Rotation* (rotación de activos): Definido como ventas totales acerca de activos totales, representa un *ratio* de eficiencia y trabaja como *proxy* de una variable del modelo presentado por Gill de Albornoz y Pope (2004). Esta variable logra demostrar la rentabilidad de la firma, por lo que al igual que con ROA no es posible establecer con seguridad cómo será su relación con la variable *listed*.

*Capex* (gastos de capital): Es definido como *Capital Expenditures* sobre ingresos totales, siendo una *proxy* de oportunidades de inversión de la organización. Se espera que haya una relación positiva con la variable *listed*, ya que en forma similar a la variable *growth*, se espera que las firmas realicen IPO para financiar inversiones, lo que representaría un gasto de capital.

## 6. Resultados

### A. Estadística descriptiva

A continuación se detalla la composición de la muestra y las estadísticas descriptivas para cada variable. Posteriormente se analiza la correlación existente entre las variables del estudio, agrupando empresas según la condición *Listed*. Finalmente se procede a comparar el efecto promedio que genera la variable *listed*

respecto de variables representativas como *leverage*, ROA, *size* y deuda de largo plazo.

En primer lugar, se realiza un *test* de diferencia de medias para comparar si existen diferencias significativas entre las submuestras que están listadas en Bolsa y aquellas que no lo están.

Concerniente a la variable *size* (logaritmo de activos), es posible señalar que no existe una diferencia significativa entre las medias de ambas submuestras, al no rechazar la hipótesis nula con un *p-value* de 0,664. Acerca de la variable *size* (logaritmo de ventas) y *leverage*, es posible rechazar la hipótesis nula, por lo que sí existen diferencias significativas entre las submuestras en ambas variables. En cuanto a *tangibility*, también es posible afirmar que existen diferencias significativas entre las medias al arrojar, con un nivel de confianza de 95%, un *p-value* inferior a 0,0002.

Por su parte, *growth* no resulta tener diferencias significativas entre sus medias, al tener un *p-value* de 0,8305 bajo un nivel de confianza de 95%. El mismo caso ocurre con ROA y *capex*, al obtener un *p-value* de 0,996 y 0,9065, respectivamente. Finalmente la variable *rotation* arroja diferencias significativas entre las medias de ambas submuestras arrojando un *p-value* de 0,0036.

En la correlación entre variables, para la submuestra de empresas no listadas la variable *size* (logaritmo de activos) se correlaciona positivamente con *size* (logaritmo de ventas), *tangibility*, ROA y *capex*; y en forma negativa con *leverage*, *growth* y *rotation*. *Leverage* se relaciona negativamente con todas las variables excepto *capex*. *Tangibility* se relaciona negativamente con todas las variables excepto con *size* (logaritmo de activos) y *capex*. *Growth* también se relaciona con todas las variables de forma negativa, excepto con *size* (logaritmo de ventas) y *capex*. ROA se relaciona positivamente con *size* (ambos casos), *growth* y *rotation* y negativamente con *leverage*, *tangibility* y *capex*. Finalmente, *rotation* se correlaciona positivamente con *size* (logaritmo de ventas) y *leverage* y negativamente con el resto. Es importante señalar que las relaciones son débiles bajo la condición de empresa no listada,

siendo la correlación más fuerte la existente entre las dos versiones de *size* con 0,63 seguido por *size* (logaritmo de ventas) y *rotation* con 0,55.

Para la submuestra de empresas listadas la correlación cambia en algunas variables, pues *size* (logaritmo de activos) se correlaciona positivamente con *leverage* y *capex*; y negativamente con *tangibility*, *growrh*, ROA y *rotation*. *Leverage* por su parte se relaciona positivamente con todas las variables menos con *growth*. *Tangibility* se relaciona positivamente con *leverage* y ROA y con el resto en forma negativa. *Growth* en este escenario se relaciona de forma negativa con todas las variables. Por su parte, ROA se relaciona de forma positiva solo con *leverage* y *tangibility*, mientras que *rotation* solo con *size* (logaritmo de ventas) y *leverage*. Finalmente, *capex* se relaciona positivamente con *size* (logaritmo de activos) y *tangibility*. Bajo este escenario la correlación más fuerte se da entre las dos versiones de *size*, con 0,91, seguida por *rotation* y *capex* con -0,28.

El efecto promedio presentado en la tabla 11 es un tratamiento que consiste en comparar un par de empresas, donde una está listada en Bolsa y la otra no, pero que sean similares en aspectos como ROA, *size*, *leverage* y deuda de largo plazo. Luego de realizar la comparación, se obtiene el valor promedio de estos para cada variable, el que se entiende como la cantidad adicional promedio que genera en la variable la condición de si estar listado en Bolsa versus no estarlo.

De las cuatro variables señaladas solo la variable *leverage* resulta tener un efecto promedio significativo al 99% de confianza, por lo que es posible señalar que las empresas listadas tienen en promedio un nivel de deuda de 5,9% inferior a aquellas que no están listadas en Bolsa (ver tablas 1, 2, 3, 4, 5).

**Tabla 1**  
*Test de medias para size = log(activos)*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	290	1.222.562	0,0739351	1.259.069	12,0801	12,37114
1	256	1.227.992	0,1032794	165.247	12,07653	12,48331
combined	546	1.225.108	0,0622973	145.568	12,12871	12,37345
diff		-0,0542937	0,12493		-0,2996979	0,1911105

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff &lt; 0

Pr(T &lt; t) = 0,3320

Ha: diff=0

Pr(T &gt; t) = 0,6640

t=-0,4346

degrees of freedom 544

Ha: diff &gt; 0

Pr(T &gt; t) = 0,6680

**Tabla 2**  
*Test de medias para size = log(ventas)*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	289	1.123.677	0,0828142	1.407.842	1.107.377	1.139.977
1	246	117.884	0,129374	202.701	1.153.384	1.204.295
combined	535	1.149.041	0,0752539	1.740.628	1.134.258	1.163824
diff		-0,5516278	0,1492373		-0.8447932	-0,2584624

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff &lt; 0

Pr(T &lt; t) = 0,0001

Ha: diff=0

Pr(T &gt; t) = 0,0002

t=-3,6963

degrees of freedom 533

Ha: diff &gt; 0

Pr(T &gt; t) = 0,9999

**Tabla 3**  
*Test de medias para leverage*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	290	0,3956538	0,0139355	0,2373122	0,3682259	0,4230816
1	256	0,3170882	0,0109107	0,1745712	0,2956016	0,3385747
combined	546	0,3588171	0,009145	0,2136879	0,3408534	0,3767809
diff		0,0785656	0,180304		0,0431478	0,1139834

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff < 0

Pr(T < t) = 1.000

Ha:diff=0

Pr(T > t) = 0,000

t = 4,3574

degrees of freedom 544

Ha: diff > 0

Pr(T > t) = 0,0000

**Tabla 4**  
*Test de medias para tangibility*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	277	0,3937807	0,0164904	0,2744555	0,3613177	0,4262437
1	251	0,3096751	0,0151653	0,2402631	0,2798071	0,339543
combined	528	0,3537987	0,0113986	0,2619189	0,3314065	0,3761909
diff		0,0841057	0,0225503		0,039806	0,1284053

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff < 0

Pr(T < t) = 0,9999

Ha:diff=0

Pr(T > t) = 0,0002

t=-3,7297

degrees of freedom 526

Ha: diff > 0

Pr(T > t) = 0,0001

**Tabla 5**  
*Test de medias para growth*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	233	0,2180769	0,0863183	1.317592	0,0480088	0,3881449
1	238	0,239081	0,0477394	0,7364874	0,1450333	0,3331288
combined	471	0,2286904	0,0489935	1.063.282	0,1324171	0,3249638
diff		-0,0210042	0,0980921		-0.2137585	0,1717502

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff &lt; 0

Pr(T &lt; t) = 0,4153

Ha: diff=0

Pr(T &gt; t) = 0,8305

t = -0,2141

degrees of freedom 469

Ha: diff &gt; 0

Pr(T &gt; t) = 0,5847

### B. *Análisis de regresiones*

Para este modelo se usan dos regresiones, cada una con una especificación distinta para la medición de *size*. Las tablas 6 y 8 muestran el uso de ln(ventas), mientras que las tablas 7 y 9 presentan el uso de ln(activos). Además, se presentan ambos modelos considerando la posibilidad de que las variables actúen en rezago.

La variable *size* medida como logaritmo de las ventas prueba ser significativa y positiva en ambas situaciones, demostrando ser un factor relevante que afecta la probabilidad de salir a Bolsa de empresas en Chile y consistente con los hallazgos de otros estudios similares (Gill de Albornoz y Pope, 2004 en Reino Unido; Pagano *et al.*, 1998 en Italia; Helwege y Packer, 2001 en Estados Unidos). Sin embargo, a diferencia de los trabajos mencionados, el efecto de la variable *size* es mucho menor para el caso chileno (Gill de Albornoz y Pope encuentran alfas de 0,26; mientras que el encontrado en esta investigación es de 1,25). Esto puede ser ocasionado por el menor

tamaño relativo de las empresas o por el efecto de otras variables más relevantes para las empresas chilenas (como deuda).

**Tabla 6**  
*Test de medias para size ROA*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	290	0,0506524	0,0026945	0,0458856	0,0453491	0,0559557
1	255	0,0506546	0,0032931	0,0525874	0,0441692	0,0571399
combined	545	0,0506534	0,021028	0,0490892	0,0465229	0,0547839
diff		-2,17e-06	0,0042181		-0,0082879	0,0082836

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff < 0

Pr(T < t) = 0,4998

Ha:diff=0

PrT > t) = 0,9996

t = -0,0005

degrees of freedom 543

Ha: diff > 0

Pr(T > t) = 0,5002

**Tabla 7**  
*Test de medias para rotation*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	289	0,6142671	0,0324589	0,5503802	0,5503802	0,6781539
1	246	0,7486681	0,0320536	0,5027405	0,6855323	0,8228038
combined	535	0,6760664	0,0230673	0,5335477	0,6307527	0,7213801
diff		134401	0,0459605		-0,2246869	-0,0441151

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff < 0

Pr(T < t) = 0,0018

Ha:diff=0

PrT > t) = 0,9065

t=-2,9243

degrees of freedom 533

Ha: diff > 0

Pr(T > t) = 0,9982

**Tabla 8**  
*Test de medias para capex*  
*Submuestra por listed*

GROUP	OBS	MEAN	STD. ERR.	STD. DEV.	[95% CONF. INTERVAL]	
0	255	0,0782621	0,00717	0,1144949	0,062142	0,0923823
1	237	0,0797339	0,0104604	0,1610362	0,0591262	0,1003417
combined	492	0,0789711	0,0062545	0,1387321	0,0666822	0,0912601
diff		-0,0014718	0,01253		-0,026901	0,0231474

Diff = mean(0)-mean(1)

Ho: diff=0

Ha: diff &lt; 0

Pr(T &lt; t) = 0,4533

Ha: diff=0

Pr(T &gt; t) = 0,9065

t=-0,1175

degrees of freedom 490

Ha: diff &gt; 0

Pr(T &gt; t) = 0,5467

**Tabla 9**  
*Matriz de correlación de la muestra de empresas no listadas*

	SIZE	SIZER	LEVERAGE	TANGIBILITY	GROWTH	ROA	ROTATION	CAPEX
Size	1							
Sizer	0,6373	1						
Leverage	-0,0129	-0,3306	1					
Tangibility	0,1425	-0,0296	-0,2062	1				
Growth	-0,0201	0,0118	-0,1254	-0,0364	1			
Roa	0,1619	0,4554	-0,1931	-0,1812	0,1138	1		
Rotation	-0,1630	0,5584	-0,3654	-0,2875	0,0023	0,3757	1	
Capex	0,0838	-0,0413	0,0929	0,3199	-0,0319	-0,1078	-0,2411	1

Pese a que la variable *size* como logaritmo de las ventas obtiene resultados parecidos a los de otros trabajos, la situación no se repite cuando *size* se mide como logaritmo de los activos. Tanto en la situación normal como en la con rezago, la variable no muestra ser significativa para el modelo propuesto. Esto puede ser ocasionado

por sesgos de la muestra hacia organizaciones con menor cantidad de activos o por la falta de diferencias significativas entre las submuestras.

La variable *leverage* es significativa en todos los casos y siempre está relacionada negativamente con la probabilidad de estar listada. Este resultado es similar al encontrado por Fischer (2000) para empresas en el mercado alemán, pero no se alinea con lo planteado por Maquieira y Yáñez (2009), donde se espera que las empresas que salen a Bolsa y se mantienen listadas aprovechen las mejores condiciones de mercado y recurran a sustitutos del crédito bancario como los bonos, provocando un efecto neutro en esta variable que no se observa en los resultados. Es importante mencionar que esta variable tiene consistentemente un efecto considerable respecto de la posibilidad de salir a Bolsa.

Para la variable *tangibility* se encuentran resultados parecidos a los de Gill de Albornoz y Pope (2004) y Fischer (2000), donde el nivel de activos tangibles se relaciona en forma negativa y significativa con la probabilidad de que la empresa entre a la Bolsa y se mantenga en ella. Además de esto, es la variable con mayor efecto sobre la variable dependiente *listed* en las cuatro regresiones realizadas.

La variable *growth* en este estudio, a diferencia del realizado por Gill de Albornoz y Pope (2004), sí resulta ser significativa y positiva para todos los casos analizados. Esto puede deberse a sesgos de la muestra utilizada o a diferencias inherentes entre los mercados analizados, ya que el trabajo de Gill de Albornoz y Pope se realiza en Reino Unido (un país desarrollado con un mercado de mayor tamaño), mientras que esta investigación usa empresas en Chile (un mercado en desarrollo y de menor tamaño). Además, es la variable que más afecta en forma positiva la probabilidad de que una organización salga a Bolsa y se mantenga listada.

La variable ROA, por su parte, solo resulta significativa al 10% en los modelos sin rezago, siendo negativa en los casos en que es significativa. Esto guarda relación con los hallazgos realizados

por Gill de Albornoz y Pope (2004) en su estudio. Finalmente, las 2 variables restantes, *rotation* y *capex*, no son significativas en ninguno de los modelos a ninguno de los niveles de significancia, lo que en el caso de *rotation* no se alinea con los resultados de otros estudios similares, donde tiende a ser significativa y negativa (tablas 10, 11, 12, 13, 14 y 15)

**Tabla 10**

*Matriz de correlación de la muestra de empresas listadas*

	SIZE	SIZER	LEVERAGE	TANGIBILITY	GROWTH	ROA	ROTATION	CAPEX
<i>Size</i>	1							
<i>Sizer</i>	0,9171	1						
<i>Leverage</i>	0,0985	0,1011	1					
<i>Tangibility</i>	-0,0277	-0,1476	0,2062	1				
<i>Growth</i>	-0,1128	-0,1170	-0,1608	-0,1162	1			
<i>Roa</i>	-0,1370	-0,1370	0,1426	0,0120	-0,0376	1		
<i>Rotation</i>	-0,1245	0,2492	0,0358	-0,2349	-0,0457	-0,0643	1	
<i>Capex</i>	0,0586	-0,1104	-0,0105	0,1949	-0,0529	-0,0055	-0,2872	1

**Tabla 11**

VARIABLES	LEVERAGE	ROA	SIZE	LT DEBT
<i>Constant</i>	-0,0509502*** (0,0149951)	0,0002283 (0,0051472)	0,2085175 (0,1141301)	0,0018144 (0,0228693)
<i>Observations</i>	528	527	527	495
<i>Number of id</i>	66	66	66	66
<i>Industry-Year FE</i>	YES	YES	YES	YES

Standard errors en paréntesis

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

**Tabla 12**  
*Determinantes de salida a Bolsa*

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	LISTED						
<i>Size = Log (Ventas)</i>	0,098*** (0,034)	0,095*** (0,034)	0,085** (0,035)	0,097** (0,038)	0,099** (0,039)	0,101** (0,042)	0,125*** (0,046)
<i>Leverage</i>		-0,572** (0,271)	-0,760*** (0,280)	-0,825*** (0,308)	-0,919*** (0,317)	-0,926*** (0,327)	-0,700** (0,342)
<i>Tangibility</i>			-0,923*** (0,233)	-0,931*** (0,252)	-0,981*** (0,255)	-0,988*** (0,271)	-0,810*** (0,306)
<i>Growth</i>				0,668*** (0,215)	0,671*** (0,218)	0,671*** (0,218)	0,635*** (0,226)
<i>ROA</i>					-1,672 (1,031)	-1,660 (1,043)	-1,884* (1,106)
<i>Rotation</i>						-0,013 (0,142)	-0,049 (0,150)
<i>Capex</i>							-0,460 (0,827)
<i>Constant</i>	-2,377*** (0,620)	-2,091*** (0,632)	-1,419** (0,661)	-0,408 (0,497)	-0,308 (0,502)	-0,313 (0,506)	-0,665 (0,580)
<i>Observations</i>	550	545	532	462	462	462	433
<i>Industry-Year FE</i>	YES						

*Robust standard errors en paréntesis*  
\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

**Tabla 13**  
*Determinantes de salida a Bolsa*

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	LISTED	LISTED	LISTED	LISTED	LISTED	LISTED	LISTED
<i>Size = Log (Activos)</i>	-0,006 (0,039)	0,011 (0,039)	0,023 (0,041)	0,040 (0,045)	0,036 (0,045)	0,047 (0,045)	0,055 (0,048)
<i>Leverage</i>		-0,784*** (0,266)	-0,979*** (0,281)	-0,974*** (0,313)	-1,062*** (0,322)	-0,923*** (0,326)	-0,741** (0,341)
<i>Tangibility</i>			-0,776*** (0,226)	-0,952*** (0,253)	-1,000*** (0,256)	-0,962*** (0,267)	-0,845*** (0,301)
<i>Growth</i>				0,695*** (0,215)	0,701*** (0,217)	0,701*** (0,218)	0,661*** (0,226)
<i>ROA</i>					-1,591 (1,025)	-1,684 (1,033)	-1,894* (1,083)
<i>Rotation</i>					0,134 (0,129)	0,134 (0,129)	0,122 (0,139)
<i>Capex</i>							-0,150 (0,822)
<i>Constant</i>	-1,213* (0,671)	-1,066 (0,662)	-0,718 (0,679)	0,282 (0,568)	0,444 (0,577)	0,172 (0,608)	0,024 (0,667)
<i>Observations</i>	561	556	538	463	463	462	433
<i>Industry-Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

*Robust standard errors en paréntesis*  
\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

**Tabla 14**  
*Determinantes de salida a Bolsa (usando rezago)*

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	LISTED						
<i>Size = Log (Ventas)</i>	0,1113*** (0,037)	0,1108*** (0,037)	0,094** (0,039)	0,123*** (0,044)	0,124*** (0,044)	0,126*** (0,047)	0,133*** (0,049)
<i>Leverage</i>		-0,501* (0,290)	-0,686** (0,300)	-0,714** (0,336)	-0,737** (0,339)	-0,746** (0,349)	-0,691* (0,362)
<i>Tangibility</i>			-1,062*** (0,250)	-0,955*** (0,272)	-0,972*** (0,275)	-0,982*** (0,294)	-0,904*** (0,328)
<i>Growth</i>				0,682*** (0,228)	0,688*** (0,229)	0,688*** (0,229)	0,602** (0,234)
<i>ROA</i>					-0,617 (1,352)	-0,606 (1,356)	-0,713 (1,376)
<i>Rotation</i>						-0,015 (0,155)	-0,065 (0,163)
<i>Capex</i>							-0,532 (0,858)
<i>Constant</i>	-1,755*** (0,573)	-1,452** (0,597)	-0,699 (0,622)	-0,676 (0,572)	-0,645 (0,575)	-0,649 (0,577)	-0,642 (0,612)
<i>Observations</i>	478	474	463	395	395	395	374
<i>Industry-Year FE</i>	YES						

*Robust standard errors en paréntesis*

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

**Tabla 15**  
*Determinantes de salida a Bolsa (usando rezago)*

VARIABLES	(1) LISTED	(2) LISTED	(3) LISTED	(4) LISTED	(5) LISTED	(6) LISTED	(7) LISTED
<i>Size = Log (Activos)</i>	-0,018 (0,040)	-0,005 (0,041)	0,010 (0,043)	0,042 (0,048)	0,042 (0,048)	0,053 (0,049)	0,058 (0,051)
<i>Leverage</i>		-0,674** (0,283)	-0,939*** (0,301)	-0,924*** (0,341)	-0,940*** (0,344)	-0,777** (0,348)	-0,732** (0,361)
<i>Tangibility</i>			-0,919*** (0,240)	-1,017*** (0,273)	-1,029*** (0,275)	-0,967*** (0,290)	-0,932*** (0,322)
<i>Growth</i>				0,706*** (0,231)	0,711*** (0,232)	0,709*** (0,231)	0,627*** (0,236)
<i>ROA</i>					-0,425 (1,361)	-0,528 (1,362)	-0,660 (1,380)
<i>Rotation</i>						0,155 (0,144)	0,119 (0,152)
<i>Capex</i>							-0,210 (0,853)
<i>Constant</i>	-0,310 (0,624)	-0,142 (0,626)	0,256 (0,646)	0,343 (0,612)	0,381 (0,621)	0,057 (0,663)	0,076 (0,708)
<i>Observations</i>	489	485	469	396	396	395	374
<i>Industry-Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

*Robust standard errors en paréntesis*  
\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

## 7. Conclusiones

Este artículo investiga los determinantes de la decisión de salir a Bolsa para empresas en Chile, utilizando como punto de partida estudios realizados en países como Reino Unido, Estados Unidos, Italia y Alemania. Para realizar este trabajo se utilizó una base de datos que incluye y compara empresas que transan en la Bolsa de Santiago y empresas privadas, incluyendo una variedad de datos financieros. Para realizar el análisis se utilizaron regresiones para verificar las distintas variables que la teoría indica como relevantes para la decisión, logrando comprobar la relevancia de ciertas variables para el caso chileno y demostrando que otras no influyen en forma significativa para empresas en Chile.

Los resultados permiten identificar cuatro variables relevantes para la decisión de salir a Bolsa: *size*, *leverage*, *tangibility* y *growth*, las que son significativas al 99% para los modelos construidos. Además de estas variables, ROA demostró ser significativa al 90% en los modelos sin rezago.

Un aporte de esta investigación es el efecto reducido que tiene el tamaño de las firmas acerca de la decisión de salir a Bolsa para empresas en Chile. En la mayoría de los estudios similares (Gill de Albornoz y Pope, 2004 en Reino Unido; Pagano *et al.*, 1998 en Italia; Helwege y Packer, 2001 en Estados Unidos; y Fischer, 2000 en Alemania) se encuentra una relación significativa y positiva entre el tamaño y la probabilidad de una IPO, donde el tamaño resulta ser una de las variables más importantes en el modelo. Esta diferencia puede deberse a que son dos tipos de mercados diferentes: desarrollados y en desarrollo, donde las diferencias en tamaño y profundidad de mercado causan que esta variable sea menos relevante en Chile.

Complementario con esto, las otras tres variables (*leverage*, *tangibility* y *growth*) demuestran ser los factores más relevantes para los modelos construidos. *Leverage* y *tangibility* son fuertemente negativas y significativas, disminuyendo la probabilidad de que una

empresa salga a Bolsa. Esto guarda relación con el mercado chileno en general, donde el uso de deuda corporativa se privilegia como opción de financiamiento por sobre una IPO, en especial durante los últimos años, donde Chile es el país con mayor crecimiento de la deuda corporativa en Latinoamérica.

En el caso de *growth*, la relación encontrada es positiva y significativa, lo que va en contra de los hallazgos de Gill de Albornoz y Pope (2004). Nuevamente, esto puede deberse a diferencias inherentes entre mercados desarrollados y mercados en desarrollo, donde las empresas que más están creciendo son las que requieren de más capital para financiar sus nuevos proyectos.

Es importante también tener en consideración que este estudio solo busca proponer una primera aproximación al tema y establecer bases respecto de las variables relevantes para la decisión de salir a Bolsa. Realizar un estudio más amplio y que considere una muestra más grande de empresas, además de incluir otras variables, es vital para lograr conclusiones más importantes acerca de este tema.

**Anexo 1**  
*Empresas analizadas en el estudio*

<b>Empresa</b>	
Agrosuper S.A.	Hortifrut S.A.
Aguas Araucanía S.A.	Indura S.A.
Aguas del Altiplano S.A.	Ingevec S.A.
AquaChile S.A.	Inmobiliaria San Patricio S.A.
Asfaltos Chilenos S.A.	Inmobiliaria Sixterra S.A.
Australis Seafoods S.A.	Intasa S.A.
Autopista Los Libertadores S.A.	Invermar S.A.
Azul Azul S.A.	Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.
Blanco y Negro S.A.	Inversiones La Construcción S.A.
Bupa Chile S.A.	Minera Michilla S.A.
Carozzi S.A.	Multiexport Foods S.A.
Cencosud S.A.	Oxiquim S.A.
CGE Distribución S.A.	Paz Corp S.A.
Chilquinta Energía S.A.	Plaza S.A.
Coagra S.A.	Ripley Corp S.A.
Compañía Agropecuaria Copeval S.A.	Ruta del Bosque Sociedad Concesionaria S.A.
Compañía Pesquera Camanchaca S.A.	Salfacorp S.A.
Compañía Portuaria Mejillones S.A.	Sigdo Koppers S.A.
Coresa S.A.	SMU S.A.
Costanera S.A.C.	Sociedad Austral de Electricidad S.A. (SAESA CHILE)
Cruzados S.A.D.P.	Sociedad Concesionaria Costanera Norte S.A.
CTI S.A.	Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A.
Echeverría Izquierdo S.A.	Sociedad Matriz SAAM S.A.
Eléctrica Puntilla S.A.	Socovesa S.A.
	<i>(Continúa)</i>

Empresa Concesionaria de Servicios Sanitarios S.A.	Sodimac S.A.
Empresa Constructora Moller y Pérez-Cotapos S.A.	Sonda S.A.
Empresa Eléctrica de La Frontera S.A.	Soprole Inversiones S.A.
Empresas Hites S.A.	Talca Chillán Sociedad Concesionaria S.A.
Empresas La Polar S.A.	Tech Pack S.A.
Empresas Lipigas S.A.	Telefónica Larga Distancia S.A.
Energía Latina S.A.	Transam Comunicaciones S.A.
Enjoy S.A.	Transelec S.A.
Enlasa Generación Chile S.A.	Unión El Golf S.A.
ESSAL S.A.	Watt's S.A.
GNL Quintero S.A.	

## Referencias

- BOEHMER, E. and A. LJUNGQVIST (2001), "The choice of outside equity: An exploratory analysis of privately held firms", *Working paper*, University of Georgia.
- BOLTON, P. and V. THADDEN (1998), "Blocks, liquidity, and corporate control", *The Journal of Finance*, Vol. (1), pp. 1-25.
- BRAU, J. C. and S.E. FAWCETT (2006), "Initial public offerings: An analysis of theory and practice". *The Journal of Finance*, Vol. 61(1), pp. 399-436.
- BREALEY, R., H.E. LELAND and D.H. PYLE (1977), "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *The journal of Finance*, Vol. 32(2), pp. 371-387.
- CAMPBELL, T.S. (1979), "Optimal Investment financing decisions and the value of confidentiality", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. (5), pp. 913-924.
- DIAMOND, D.W. (1991), "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of Political Economy*, Vol. 99(4), pp. 689-721.
- FISCHER, C. (2000), "Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt", *Working paper*, Munich University.
- GILL DE ALBORNOZ, B. and P.F. POPE (2004), "The Determinants of the Going Public Decision: Evidence from the UK", *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, SA (Ivie).
- GONZÁLEZ, M. and P. FARÍAS (2009), "Desempeño operacional posterior a la oferta pública inicial de acciones de las empresas chilenas", *El Trimestre Económico*, pp. 751-773.
- HELWEGE, J. and N. LIANG (1996), "Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40(3), pp. 429-458.
- HELWEGE, J. and F. PACKER (2001), "The Decision to go Public: Evidence from Corporate Bond Issuers", *Working paper*, Ohio University.

- HOLMSTRÖM, B. and J. TIROLE (1993), "Market liquidity and performance monitoring", *Journal of Political Economy*, Vol. 101(4), pp. 678-709
- JAIN, B.A. and O. KINI (1999), "The life cycle of initial public offering firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 142(2), pp. 1281-1307.
- MAKSIMOVIC, V. and P. PICHLER (2001), "Technological innovation and initial public offerings", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14(2), pp. 459-494.
- MAQUIEIRA, C. and G. YÁÑEZ (2009), "Rendimiento de ofertas públicas iniciales de acciones en Chile: Evidencia empírica entre 1994 y 2007", *Serie Documentos de Trabajo, SVS*, pp. 38-40.
- MELLO, A.S. and J.E. PARSONS (1998), "Going public and the ownership structure of the firm", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49(1), pp. 79-109.
- MODIGLIANI, F. and M.H. MILLER (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, Vol. 53(3), pp. 433-443.
- MYERS, S.C. and N.S. MAJLU (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13(2), pp. 187-221.
- PAGANO, M. and A. RÖELL (1998), "The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113(1), pp. 187-225.
- PAGANO, M., F. PANETTA and L. ZINGALES (1998), "Why do companies go public?, An empirical analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 53(1), pp. 27-64.
- RAJAN, R.G. (1992), "Insiders and outsiders: The choice between informed arm's-length debt", *The Journal of Finance*, Vol. 47(4), pp. 1367-1400.
- RITTER, J.R. and I. WELCH (2002), "A review of IPO activity, pricing, and allocations", *The Journal of Finance*, Vol. 57(4), pp. 1795-1828.
- ROSS, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, pp. 23-40.

RYDQVIST, K. and K. HÖGHOLM (1995), "Going public in the 1980s: Evidence from Sweden", *European Financial Management*, Vol. 1(3), pp. 287-315.

SMITH JR, C.W. and R.L. WATTS (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32(3), pp. 263-292.

YOSHA, O. (1995), "Information disclosure costs and the choice of financing source", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4(1), pp. 3-20.

ZINGALES, L. (1995), "Insider ownership and the decision to go public", *The Review of Economic Studies*, pp. 425-448.