

DISTRIBUCIÓN, CARACTERÍSTICAS Y RENTABILIDADES INICIALES DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA

Susana Alvarez Otero
Universidad de Oviedo

RESUMEN

La salida a bolsa es el proceso por el cual una empresa pone a la venta de forma pública o privada, todas o parte de sus acciones, pasando éstas a cotizar en el mercado bursátil. En este trabajo se describen las ventajas e inconvenientes que la decisión de salida a bolsa tiene para la empresa. Sobre la base de datos constituida por las 115 salidas a cotización realizadas en la Bolsa de Madrid desde 1985 a 1997, se analizan la distribución, características y rentabilidad inicial de las salidas a bolsa en España que, en media, es del 11,63%. Este porcentaje indica la rentabilidad que obtendría un inversor que comprase las acciones en la oferta y las vendiese al final del primer día de negociación. De acuerdo con los resultados de este trabajo, aproximadamente la mitad de las empresas que inician la cotización bursátil en nuestro país, utilizan la oferta pública inicial (OPI) como método de salida a bolsa. El análisis de la participación de los inversores en las OPIs determina que el inversor minorista resulta favorecido, al captar la mayor parte de los beneficios a corto plazo de las mismas.

1. INTRODUCCIÓN

La salida a bolsa es el proceso por el cual una empresa pone a la venta de forma pública o privada, todas o parte de sus acciones, pasando éstas a cotizar en el mercado bursátil. Esta decisión trae consigo una serie de ventajas e inconvenientes. El principal aspecto positivo es la obtención de liquidez, tanto en el momento de la salida como posteriormente, ya que si las acciones obtienen buen rendimiento en el mercado siempre es posible obtener liquidez en el futuro con nuevas ofertas de acciones. Asimismo, la salida a bolsa proporciona un incremento de valor para el accionista, debido en parte al aumento de liquidez y a que resulta más fácil obtener información acerca de la empresa y también más fiable. La cotización bursátil refuerza la reputación y supervisión de la empresa al someterla al escrutinio público, lo que puede ayudarle a ganar clientes, financiación segura o expandirse del ámbito regional al nacional. En último pero no menos importante lugar, salir a bolsa proporciona a los antiguos accionistas la posibilidad de recuperar todo o parte de su inversión mediante la venta de sus acciones.

La cotización en bolsa también presenta varias desventajas. En primer lugar, el proceso de salida, especialmente si se realiza a través de una oferta pública de venta (OPV),¹ es altamente costoso. De acuerdo con los datos obtenidos para la realización de este trabajo, el total de comisiones de colocación y aseguramiento, publicidad y demás gastos de la primera emisión asciende aproximadamente al 5% del valor efectivo de la oferta.² En segundo lugar, una salida a bolsa mediante oferta pública inicial (OPI) incorpora siempre el riesgo de que la oferta no sea completada. Si ese fuera el caso, la empresa deberá soportar los gastos en los que se incurre independientemente de que la oferta se complete. En tercer lugar, las OPIs absorben tiempo y esfuerzo de los directivos de la empresa. La pérdida de privacidad, de control y de flexibilidad es una cuarta consecuencia negativa de la salida a bolsa. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) requiere que las empresas que desean cotizar en bolsa aporten gran cantidad de información que de otra forma no estarían dispuestas a comunicar. A medida que se incorporan nuevos accionistas a la empresa, el poder de control se ve diluído de modo que futuras ofertas podrían ocasionar, en última instancia, la pérdida de control. Relacionada con ésta última está la pérdida de flexibilidad. El directivo deberá tener en cuenta en sus decisiones los intereses de los accionistas y las percepciones del público inversor, estando obligado a mantener relaciones con los inversores y comunicarse con ellos trimestralmente o a través de los informes anuales, lo que requiere tiempo y dinero. Las posibles presiones al pago de dividendos procedentes de los accionistas interesados en obtener una rápida rentabilidad para su inversión, también reducen la flexibilidad en la toma de decisiones por parte de los directivos. Por último,

¹ La OPV es una apelación al ahorro público en el que se ofrecen unos títulos, por lo general acciones, pertenecientes a empresas que deciden salir por primera vez al mercado bursátil o que ya estaban cotizando, ofreciendo al público acciones pertenecientes a alguno de sus antiguos accionistas que decide deshacerse de un paquete significativo. En el caso de que sea la primera OPV que realiza la empresa, estamos ante la oferta pública inicial (en adelante OPI).

² El desglose de los costes por año y tipo de salida aparece recogido en los cuadros 6 y 7.

salir a bolsa es un proceso relativamente irreversible. Una vez que la empresa está en bolsa, lo mejor que puede hacer es continuar cotizando.

En este trabajo se estudian las salidas llevadas a cabo en la Bolsa de Madrid a lo largo del período 1985-1997, organizando el trabajo de la siguiente manera. La segunda sección presenta la distribución de la muestra de salidas a bolsa objeto de estudio. La tercera sección describe las características de las salidas a bolsa en nuestro país. En la cuarta se estiman las rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa en el mercado de capitales español y las diferencias en las mismas de acuerdo con sus características. La quinta y última sección recoge las principales conclusiones del estudio.

2. DISTRIBUCIÓN DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA

La base de datos del estudio está integrada por 115 salidas a cotización realizadas en la Bolsa de Madrid desde el año 1985 al año 1997, ambos inclusive.

Los datos proceden de los folletos de emisión elaborados por las empresas para solicitar su admisión a bolsa y han sido facilitados por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid para las emisiones habidas entre 1985 y 1989, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para las posteriores al año 1989 y, en algún caso no disponible en estas entidades, por la propia empresa.³ La evolución anual de la muestra utilizada para el trabajo se recoge en el cuadro 1. La mayoría de las salidas se concentran en el trienio 1987/1989 mientras que a partir del año 1990 se reduce el número de salidas de forma continuada, comenzando a aumentar nuevamente desde 1994. Esta concentración de salidas a bolsa en periodos relativamente cortos de tiempo, tras los cuales existen años en los que el número de salidas es escaso, no es exclusiva de España y ha sido documentada para diversos países.⁴

CUADRO 1. DISTRIBUCIÓN ANUAL DE LA MUESTRA

AÑO	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1996	1997	TOTAL
SALIDAS	1	4	18	24	23	11	11	3	3	4	4	9	115

El cuadro 2 recoge la distribución sectorial de la muestra, que ha sido clasificada de acuerdo con los nueve grupos de actividad que distingue el Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Madrid. Todos los sectores se hallan representados, correspondiendo el mayor peso al grupo de *Otras Industrias y Servicios* con un 27% del total muestral, integrado por empresas manufactureras, de comercio y servicios así como inmobiliarias. Le siguen en importancia los sectores de *Metal-Mecánica* y *Construcción*, y a continuación, *Bancos y Financieras* y *Alimentación*, éstos últimos, ambos con un peso del 13%.

CUADRO 2. DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA MUESTRA

SECTOR	Nº	(%)
BANCOS Y FINANCIERAS	15	13,04
INVERSIÓN	3	2,61
CONSTRUCCIÓN	17	14,78
ELÉCTRICAS	1	0,87
ALIMENTACIÓN	16	13,91
METAL-MECÁNICA	20	17,39
PETROLEO-QUÍMICO	9	7,83
COMUNICACIÓN	3	2,61
OTRAS INDUSTRIAS Y SERVICIOS	31	26,96
TOTAL	115	100,00

Fuente: Elaboración propia.

³ Es el caso de Moulinex, Agroman y Acerinox.

⁴ Véase Ritter (1984b). Analizando el período 1960/82, se observa que las OPIs en Estados Unidos fueron mucho más numerosas durante los años 1960/61, 1968/73 y 1980/81 que en 1962/67 y 1973/79. En las economías europeas, Loughran et al. (1994) muestran esta particular evolución de las salidas a bolsa para el Reino Unido (1985/88), Italia (1986/87) y Francia (1985/87) entre otros.

3. CARACTERÍSTICAS DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA

Existen básicamente cuatro formas de acceso al mercado de valores español: introducción directa, oferta pública de venta (OPV), colocación privada y colocación mixta. La entrada directa es un método por el cual se solicita la admisión a cotización de las acciones que ya están en manos de los accionistas, siempre que se cumpla el mínimo de distribución que exige la bolsa.⁵ Para las OPVs, a pesar de no existir ninguna regulación al respecto, la práctica ha conducido a la combinación de dos medios de acceso a bolsa. El primero es la oferta pública de las acciones existentes, para la que no hay ninguna norma que establezca un número mínimo de acciones a poner a la venta siempre que se cumpla el mínimo de distribución.⁶ El segundo método es la oferta pública de una ampliación de capital, en que se ponen a la venta los derechos de suscripción de los accionistas al público en general, para que éste suscriba la nueva emisión de acciones. La OPV es el mecanismo que permite la máxima penetración y la mayor liquidez, al estar abierta a muy distintos inversores, siendo su principal inconveniente el ser una alternativa costosa, que requiere autorizaciones y registros largos y complejos. La oferta privada supone la colocación de acciones limitada a un determinado sector del público, pretendiendo una mayor estabilidad del accionariado al evitar fuertes especulaciones. No requiere autorizaciones, es simple y poco costosa y se realiza mediante registros sencillos. Sin embargo, con ella se alcanza poca penetración, mala liquidez y está limitada a inversores muy *s sofisticados*. La colocación privada es compatible con la OPV 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.

CUADRO 3. DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA SEGÚN EL TIPO DE SALIDA

TIPO DE SALIDA	Nº	(%)
COLOCACIÓN PÚBLICA (OPI)	58	50,43
COLOCACIÓN PRIVADA	32	27,83
COLOCACIÓN MIXTA	2	1,74
DIRECTA	20	17,39
OTRAS*	3	2,61
TOTAL	115	100,00

*Por conversión de obligaciones convertibles, canje de acciones o emisión de títulos procedentes de una fusión. Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de admisión a bolsa.

La distribución de la muestra según el tipo de salida aparece recogida en el cuadro 3. El porcentaje de empresas que utilizan la OPI es del 50%. La colocación privada es el segundo sistema más utilizado, admitiéndose de forma directa el 17% de las empresas.

CUADRO 4. DISTRIBUCIÓN TEMPORAL DE LA MUESTRA TOTAL Y DE LA SUBMUESTRA DE OPIS

AÑO	Nº	TOTAL DE LA MUESTRA (%)	Nº	SUBMUESTRA OPIS (%)
1985	1	0,87	0	0,00
1986	4	3,48	0	0,00
1987	18	15,65	3	5,17
1988	24	20,87	2	3,45
1989	23	20,00	15	25,86
1990	11	9,57	9	15,52
1991	11	9,57	7	12,07
1992	3	2,61	3	5,17
1993	3	2,61	2	3,46

⁵ Este mínimo es de cien accionistas excluyendo aquéllos que superen el porcentaje de participación del 25%. Es posible sustituir dicho mínimo por el compromiso de crear una sociedad de contrapartida que ponga a disposición del mercado un número suficiente de acciones.

⁶ A pesar de ello, debe considerarse la necesidad de vender entre un 15% y un 25% del capital social, no sólo para asegurar el citado mínimo de distribución y la posterior liquidez, sino también para garantizar la apariencia de libre mercado en la cotización de las acciones.

AÑO	Nº	TOTAL DE LA MUESTRA (%)	Nº	SUBMUESTRA OPIs (%)
1994	4	3,48	4	6,89
1996	4	3,48	4	6,89
1997	9	7,83	9	15,52
TOTAL	115	100	58	100

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 4 recoge la distribución anual de las salidas a bolsa para la totalidad de las 115 salidas que componen la muestra y para las 58 OPIs, demostrando que la distribución de éstas últimas no es homogénea a lo largo del tiempo. Las OPIs comienzan a ser un mecanismo de salida realmente utilizado en el año 1989 y a partir de 1992, prácticamente la totalidad de las salidas a bolsa son OPIs. Recurriendo mayoritariamente a la OPI, especialmente a partir de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores de 1989, las empresas españolas pretenden alcanzar gran penetración y liquidez en el momento de la salida a bolsa, soportando los mayores costes y registros que esta modalidad requiere.

La legislación española vigente no especifica cuáles deben ser las fórmulas para la asignación de los títulos que entran a cotizar en bolsa. No se exige nada en cuanto a la forma de adjudicación de los mismos. Tan sólo requiere la inclusión en el folleto de emisión de información detallada sobre la forma de adjudicación a utilizar. Las fórmulas de adjudicación existentes son prorrateo, orden cronológico, discrecional y combinación de las anteriores. La elección de la forma idónea es función del tipo de accionista al que se quiera acceder.

CUADRO 5. TIPO DE SALIDA Y FORMA DE ADJUDICACIÓN

TIPO DE SALIDA → FORMA DE ADJUDICACIÓN ↓	COLOCACIÓN PÚBLICA (OPI)	COLOCACIÓN PRIVADA	DIRECTA
<i>PRORRATEO</i>	26	2	0
<i>ORDEN CRONOLÓGICO</i>	34	30	20
<i>DISCRECIONAL</i>	12	0	0

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de admisión a bolsa.

En el cuadro 5 se recoge la distribución de las fórmulas de adjudicación para los distintos tipos de salida, sobre la base de las empresas de la muestra. Existen casos en que para una misma operación de salida se utilizan dos formas de adjudicación diferentes. En las OPIs se emplean las distintas formas de adjudicación existentes, mientras que para la colocación privada y la admisión directa, la adjudicación de los títulos suele ser por orden cronológico.

El proceso de salida a bolsa conlleva el estudio y la decisión sobre una serie de elementos, para lo cual la empresa emisora recurre al asesoramiento de una entidad especializada: una sociedad de bolsa o un banco de inversión, generalmente. La institución encargada debe trabajar en estrecha colaboración con la dirección de la sociedad, lo cual acarrea costes para la empresa como son las comisiones de colocación y aseguramiento,⁷ además del coste publicitario y otros gastos necesarios para llevar a cabo la salida.⁸ El reparto de costes de las salidas a bolsa que componen la muestra aparece recogido en el cuadro 6, presentando la distribución de los gastos para las empresas cuyos folletos de emisión recogen datos acerca de los mismos. En los dos últimos años del período estudiado, en que la totalidad de las salidas se realiza a través de OPIs, observamos según se ha indicado más arriba, un mayor coste de este tipo de colocaciones, con unas comisiones de intermediación en torno al 3,5% del valor efectivo de cada emisión mientras que

⁷ Las OPVs se pueden realizar con o sin aseguramiento, soportando en el primer caso la comisión de aseguramiento que carga el intermediario. Cuando la oferta se asegura, el intermediario compra las acciones para venderlas en el mercado quedando en su cartera si no lo consigue. Si la operación no es asegurada se devuelven los títulos no colocados, cobrando únicamente la comisión de colocación.

⁸ Como son los gastos de tramitación, diseño y valoración de la emisión, así como las tasas de la CNMV.

el gasto de publicidad se sitúa entre el 0,5% y el 1%. Los costes totales de la emisión ascienden aproximadamente al 5% del valor efectivo de la misma.⁹

CUADRO 6. DISTRIBUCIÓN ANUAL DE LOS GASTOS DE SALIDA A BOLSA

AÑO	Nº	COMISIONES DE COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO*	PUBLICIDAD*	OTROS GASTOS*	TOTAL GASTOS*
1986	1	N.D.	N.D.	4,29	4,29
1987	1	2,00	N.D.	N.D.	2,00
1989	13	2,45	0,53	1,06	3,28
1990	8	2,50	0,74	0,37	2,92
1991	9	2,56	1,34	0,53	3,27
1992	3	1,87	0,14	0,92	2,93
1993	3	3,50	2,50	0,65	2,43
1994	4	1,61	0,48	0,86	2,59
1996	4	3,49	0,98	1,06	5,28
1997	9	3,09	0,54	1,01	4,64
TOTAL	55	2,59	0,80	0,87	3,47

*Datos en porcentaje sobre el efectivo total de la oferta. En la última fila se recoge la media de gastos por emisión; n.d. no disponible.. Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de admisión a bolsa.

La distribución de los gastos según el tipo de salida, recogida en el cuadro 7, demuestra que las admisiones con oferta previa, sea ésta pública o privada, tienen un mayor coste que las salidas directas o realizadas bajo otra modalidad de acceso a bolsa (conversión de obligaciones convertibles, canje de acciones o emisión de títulos procedentes de una fusión). Dentro de las salidas con oferta previa son más caras las públicas que las privadas, ascendiendo el coste total de las primeras al 3,75% del efectivo total de la oferta.

CUADRO 7. DISTRIBUCIÓN DE LOS GASTOS SEGÚN EL TIPO DE SALIDA A BOLSA

TIPO DE SALIDA	Nº	COMISIONES DE COLOCACIÓN Y ASEGURAMIENTO*	PUBLICIDAD*	OTROS GASTOS*	TOTAL GASTOS*
COLOCACIÓN PÚBLICA (OPI)	48	2,65	0,81	0,80	3,74
COLOCACIÓN PRIVADA	1	2,00	N.D.	N.D.	2,00
COLOCACIÓN MIXTA	0	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.
DIRECTA	4	N.D.	N.D.	2,01	1,65
OTRAS**	2	0,60	0,71	0,50	1,50
TOTAL	55	2,59	0,80	0,87	3,47

*Datos en porcentaje sobre el efectivo total de la oferta. En la última fila se recoge la media de gastos por emisión; n.d. no disponible.. **Por conversión de obligaciones convertibles, canje de acciones o emisión de títulos procedentes de una fusión. Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de admisión a bolsa.

Con relación a su antigüedad, las salidas a bolsa en nuestro país son realizadas, en media, por empresas con 30 años de historia operativa, entendiéndose como tal el tiempo transcurrido desde su fundación hasta el momento de salida a bolsa y recogido en el folleto de admisión a bolsa. Este rasgo coincide con la evidencia mostrada por Loughran *et al.* (1994) que en su estudio comparativo de las OPIs realizadas en 25 países, muestran que en los de la Europa Continental la mayor parte de las empresas que salen a bolsa son más antiguas, de mayor tamaño y están más establecidas.

CUADRO 8. FRACCIÓN DE ACCIONES COLOCADAS A CADA UNA DE LAS CUATRO CLASES DE INVERSORES PARA LA SUBMUESTRA DE OPIs (N = 58)

	MEDIA	MEDIANA	DESV. STD.	MAXIMO	MÍNIMO
INSTITUCIONAL NACIONAL	0,209	0,000	0,334	1,000	0,000
INSTITUCIONAL INTERNACIONAL	0,077	0,000	0,180	0,637	0,000

⁹ En el estudio de las salidas a bolsa en España en el período 1986-1991 realizado por Martínez-Abascal (1990) se documenta que el importe total de los gastos asciende al 4,9% del efectivo de la OPV.

	MEDIA	MEDIANA	DESV. STD.	MAXIMO	MÍNIMO
TOTAL INSTITUCIONAL	0,286	0,000	0,381	1,000	0,000
MINORISTA NACIONAL	0,639	0,710	0,372	1,000	0,000
MINORISTA INTERNACIONAL	0,075	0,000	0,160	0,700	0,000
TOTAL MINORISTA	0,714	1,000	0,381	1,000	0,000

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de admisión a bolsa.

Con el objeto de diferenciar la distribución de la colocación de las OPIs según el tipo de inversor, el cuadro 8 presenta los estadísticos descriptivos para las cuatro clases de inversores: institucional nacional, institucional internacional, minorista nacional y minorista internacional. Los estadísticos indican que la media de la colocación entre los inversores institucionales es del 28,6%. También existe algún caso en que el total de la emisión es colocado entre inversores institucionales y otros que tienen el 100% de la distribución destinada al tramo minorista. Este primer resultado, según el cual la participación institucional no supera la minorista en las salidas a bolsa mientras que ésta última alcanza un 71,4%, proporciona un primer indicio de que el inversor institucional en España, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, no es una clase de inversor privilegiado que se vea favorecido en la distribución de las OPIs.

4. RENTABILIDADES INICIALES DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA

La mayor parte del interés académico con relación al estudio de las OPIs se ha centrado en el fenómeno conocido como infravaloración, esto es, que el precio de venta de las acciones de la empresa sea inferior al que posteriormente el mercado reconoce para dichos títulos, especialmente en el mismo día de la emisión.¹⁰ Asimismo, se ha detectado cierto carácter cíclico en este fenómeno, al constatar que esta infravaloración es más acusada en determinados períodos alcistas de los mercados, en los que además se concentran mayor número de emisiones (*hot issue market*).¹¹

CUADRO 9. RENTABILIDADES INICIALES ANUALES

AÑO	Nº	RENTABILIDAD INICIAL DE LA EMISIÓN (%)	RENTABILIDAD INICIAL DEL MERCADO (%)	RENTABILIDAD INICIAL AJUSTADA (%)
1985	1	0,00	-0,23	0,23
1986	4	12,64	-1,39	14,04
1987	18	5,96	-4,04	10,00
1988	24	5,35	3,29	2,07
1989	23	21,39	2,57	18,82
1990	11	7,46	-6,37	13,83
1991	11	17,53	1,86	15,68
1992	3	-6,37	-1,94	-4,43
1993	3	7,55	-0,76	8,32
1994	4	7,37	0,25	7,11
1996	4	14,24	1,22	13,02
1997	9	21,50	1,02	20,47
TOTAL	115	11,63	0,15	11,48

En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas. Fuente: Elaboración propia.

¹⁰ Por citar algunos de los estudios más frecuentemente mencionados en la literatura demostrando la existencia de la infravaloración, véase Logue (1973), Ibbotson (1975) y Miller y Reilly (1987). Para una revisión de la investigación empírica así como del proceso de la OPI, véase Smith (1986) e Ibbotson, Sindelar y Ritter (1988). Intentos de explicar la infravaloración como un fenómeno de equilibrio son Rock (1986), Beatty y Ritter (1986), Booth y Smith (1986), Chalk y Peavy (1987), Barry, Muscarella, Peavy y Vetsuypens (1988), Tinic (1988), Allen y Faulhaber (1989), Grinblatt y Hwang (1989) y Welch (1989).

¹¹ Entre los trabajos que documentan este fenómeno destacan las aportaciones de Ibbotson y Jaffe (1975), Ritter (1984b) e Ibbotson, Sindelar y Ritter (1988).

Con el objeto de comprobar si este fenómeno también está presente en el mercado de capitales español, se han calculado las rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa de nuestro país. Según se recoge en el cuadro 9, la infravaloración de las salidas a bolsa en España en el período 85/97 es del 11,63%, porcentaje que indica la rentabilidad que, en media, obtendría un inversor que comprase las acciones en la oferta y las vendiese al final del primer día de negociación. La rentabilidad inicial ajustada es del 11,48%. La infravaloración obtenida por Rahnema *et al.* (1993) en su estudio de las salidas a bolsa en España, utilizando una muestra de salidas con ofertas públicas y privadas, tanto de la Bolsa de Barcelona como la de la de Madrid en el período 85/90, es del 11%.

La ratio de riqueza es una medida de comportamiento de la emisión que viene dada por el cociente entre la rentabilidad media de las OPIs en un período y la rentabilidad media del mercado en el mismo período, expresándose analíticamente de la siguiente manera:

$$RR_t = \frac{1 + (1/n) * \sum R_{i,t}}{1 + (1/n) * \sum R_{m,t}}$$

donde RR_t es la ratio de riqueza en el día t , n es el número de salidas con rentabilidades observables en el día t , $R_{i,t}$ es la tasa de rentabilidad de la emisión calculada desde el precio de la oferta al precio de cierre en el día t y $R_{m,t}$ es la tasa de rentabilidad del mercado, tomando el valor del índice en el día de establecimiento del precio de la oferta y el valor del índice al cierre del día t .

Para la muestra del trabajo, el valor de la ratio de riqueza en el día de salida a bolsa es el siguiente:

$$RR_t = (1 + 0,1163)/(1 + 0,0015) = 1,1146$$

Una ratio de riqueza superior a uno debe ser interpretada como que la salida a bolsa está obteniendo mejor rendimiento que la cartera de mercado. Por contra, una ratio de riqueza inferior a la unidad indica que las OPIs han obtenido peor rendimiento que el mercado. Por consiguiente, las OPIs españolas obtienen un rendimiento que supera en un 11,46% el de la cartera de mercado.

Las rentabilidades iniciales anuales aunque en general son positivas, excepto en el año 1992, también son desiguales y se encuentran claramente afectadas por la coyuntura de los mercados financieros, si bien las diferencias sólo resultan estadísticamente significativas para el año 1989. El resultado del test de diferencia de medias para muestras independientes de las rentabilidades iniciales de los años 1988 y 1989 arroja un valor del estadístico t de Student de $-2,402$ significativo al 95%.¹² Las diferencias de medias entre ciclos de rentabilidades altas (del 85 al 89 y del 94 al 97) y de rentabilidades bajas (del 90 al 93), no resultan ser estadísticamente significativas a los niveles convencionales.

CUADRO 10. RENTABILIDADES INICIALES ANUALES (ADMISIONES DIRECTAS EXCLUÍDAS)

AÑO	Nº	RENTABILIDAD INICIAL DE LA EMISIÓN (%)	RENTABILIDAD INICIAL DEL MERCADO (%)	RENTABILIDAD INICIAL AJUSTADA (%)
1986	2	11,00	-3,34	14,34
1987	12	10,74	-6,29	17,03
1988	19	6,76	4,28	2,49
1989	21	18,91	2,75	16,16
1990	9	2,80	-6,96	9,76
1991	7	26,93	3,02	23,91
1992	3	-6,37	-1,94	-4,43
1993	2	5,77	-0,92	6,70
1994	4	7,37	0,25	7,11
1996	4	14,24	1,22	13,02
1997	9	21,50	1,02	20,47
TOTAL	92	12,64	0,25	12,39

En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas. Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 10 se recoge la rentabilidad inicial anual excluyendo de la muestra las salidas directas y considerando únicamente las que tienen oferta previa, ya sean públicas, privadas o mixtas. La

¹² Los resultados de los tests de diferencias de medias para el otro año del período de estudio que presenta elevadas rentabilidades iniciales, es decir 1997, muestran que éstas no llegan a ser estadísticamente significativas.

rentabilidad inicial media de las emisiones con oferta previa es del 12,64%, superior en un punto porcentual al 11,63% obtenido para la muestra total.

La infravaloración de las emisiones no presenta únicamente diferencias anuales sino también diferencias sectoriales (cuadro 11), justificables por el grado de riesgo de los diversos sectores y por la demanda existente en el mercado. Así, el sector de *Comunicaciones* es percibido como más volátil, con mayor riesgo, por lo que las empresas se ven obligadas a vender sus acciones a menor precio, de forma que hagan atractiva para el inversor la operación de salida, al proporcionar mayor rentabilidad.¹³ Asimismo, presentan infravaloraciones importantes el de *Construcción*, sector tradicionalmente arriesgado y el de *Otras Industrias y Servicios*, si bien éste último es bastante heterogéneo en su composición. Por el contrario, los sectores de *Bancos y Financieras* y de *Inversión*, a los que el mercado adscribe un menor grado de riesgo, ofrecen las acciones a un precio justificadamente alto por lo que no generan grandes plusvalías a corto plazo.

CUADRO 11. RENTABILIDADES INICIALES SECTORIALES

SECTOR	Nº	RENTABILIDAD INICIAL DE LA EMISIÓN (%)	RENTABILIDAD INICIAL DEL MERCADO (%)	RENTABILIDAD INICIAL AJUSTADA (%)
BANCOS Y FINANCIERAS	15	0,97	-2,83	3,80
INVERSIÓN	3	2,54	3,68	-1,14
CONSTRUCCIÓN	17	17,57	0,18	17,39
ELÉCTRICAS	1	0,00	-33,30	33,30
ALIMENTACIÓN	16	7,12	-2,42	9,54
METAL-MECÁNICA	20	5,66	0,28	5,38
PETROLEO-QUÍMICO	9	7,51	2,17	5,33
COMUNICACIÓN	3	32,73	-1,89	34,62
OTRAS INDUSTRIAS Y SERVICIOS	31	20,10	3,15	16,95
TOTAL	115	11,63	0,15	11,48

En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas. . Fuente: Elaboración propia.

Las diferencias de medias en las rentabilidades iniciales por sectores individuales sólo resultan estadísticamente significativas entre *Bancos y Financieras* y el sector de *Otras Industrias y Servicios*. El valor de la t de Student para la diferencia de medias de muestras independientes entre estos dos sectores es de -2,888, significativo al 99%. Ahora bien, reuniendo los sectores en tres grupos de actividad, financiero (sectores de *Bancos y Financieras* e *Inversión*), industrial (sectores de *Construcción*, *Eléctricas*, *Alimentación*, *Metal-Mecánica*, *Petróleo-Químico* y *Comunicación*) y servicios (sector de *Otras Industrias y Servicios*) las diferencias de medias, según recoge el cuadro 12, resultan ser estadísticamente significativas tanto entre el grupo financiero y el industrial como entre el financiero y el de servicios, siendo claramente inferiores en el sector financiero con relación a los otros dos. Entre éstos últimos, las diferencias no son estadísticamente significativas dado que ambos presentan elevadas infravaloraciones. El mayor riesgo percibido por el mercado de capitales para los sectores industrial y de servicios, con relación al financiero, podría explicar estas diferencias.

CUADRO 12. RESULTADOS DE LOS TESTS DE DIFERENCIA DE MEDIAS ENTRE GRUPOS DE ACTIVIDAD

GRUPOS SECTORIALES COMPARADOS	FINANCIERO INDUSTRIAL	FINANCIERO SERVICIOS	INDUSTRIAL SERVICIOS
DIFERENCIA DE MEDIAS	-0,09248	-0,18868	-0,09620
VALOR ESTADÍSTICO T DE STUDENT	-2,419**	-2,924***	-1,574
SIGNIFICACIÓN BILATERAL	0,018	0,006	0,119
ERROR STANDARD DE LA DIFERENCIA	0,03823	0,06452	0,06112

***, ** significativo al 1% y 5% de nivel de confianza, respectivamente.

¹³ El sector de Comunicaciones junto con el de Construcción son los únicos que presentan un coeficiente de volatilidad superior a la unidad, independientemente del período analizado: tres meses, un año o cuatro años (Sánchez (1998)).

El cuadro 13 refleja la clasificación de las infravaloraciones según el tipo de salida. Entre las ofertas privadas y las OPIs del período 85/97 no se aprecian diferencias de rentabilidad estadísticamente significativas.¹⁴ Tampoco se encuentran diferencias de rentabilidad significativas entre las admisiones a bolsa con oferta previa, ya sea pública o privada, y la admisión directa.

CUADRO 13. RENTABILIDADES INICIALES POR TIPO DE SALIDA

TIPO DE SALIDA	Nº	RENTABILIDAD INICIAL DE LA EMISIÓN (%)	RENTABILIDAD INICIAL DEL MERCADO (%)	RENTABILIDAD INICIAL AJUSTADA (%)
COLOCACIÓN PÚBLICA (OPI)	58	13,11	0,28	12,83
COLOCACIÓN PRIVADA	32	12,49	0,82	11,67
COLOCACIÓN MIXTA	2	1,15	-9,87	11,02
DIRECTA	20	8,13	0,15	7,98
OTRAS*	3	3,98	-2,94	6,92
TOTAL	115	11,63	0,15	11,48

*Por conversión de obligaciones convertibles, canje de acciones o emisión de títulos procedentes de una fusión.. En la última fila se recoge la media de las rentabilidades para el total de empresas. Fuente: Elaboración propia.

Un argumento que apoya la afirmación realizada en el epígrafe anterior, de que en España los inversores institucionales no son una clase inversora especialmente favorecida en las OPIs, es proporcionado por las cifras del cuadro 14. Dicho cuadro divide la submuestra de OPIs según que la rentabilidad inicial sea negativa (oferta sobrevalorada), nula o positiva (oferta infravalorada). De las 58 OPIs, hay 48 que están infravaloradas. La rentabilidad inicial media de la estrategia de comprar acciones infravaloradas al precio de la oferta y liquidarlas al cierre del primer día de negociación es del 18,04%, superior a la infravaloración media de la totalidad de la submuestra de OPIs que es del 13,11%. Los inversores institucionales compran el 28,89% de las infravaloradas, siendo por consiguiente los inversores minoristas los que recogen la mayor parte de los beneficios de las ofertas más rentables.

CUADRO 14. RENTABILIDADES INICIALES Y PARTICIPACIÓN INSTITUCIONAL EN LAS OPIs

	RENTABILIDADES INICIALES NEGATIVAS	RENTABILIDADES INICIALES NULAS	RENTABILIDADES INICIALES POSITIVAS	RENTABILIDAD INICIAL MEDIA
NÚMERO	8	2	48	58
RENTABILIDAD INICIAL	-13,21 % (-15,51%)	0,00 % (0,00 %)	18,04 % (7,57 %)	13,11 % (5,43%)
PARTICIPACIÓN INSTITUCIONAL	21,75 % (3,00 %)	50,00 % (50,00 %)	28,89 % (0,00 %)	28,63 % (0,00%)

Entre paréntesis el valor mediano.

Si bien la participación institucional es menor en las ofertas sobrevaloradas, 21,75% en media, las diferencias en la participación de este tipo de inversor en ofertas de rentabilidades iniciales positivas y negativas no son estadísticamente significativas, lo que denota la inexistencia de trato de favor hacia este tipo de inversores. En caso de que así fuera, su participación debería ser significativamente inferior en las OPIs menos atractivas, es decir, en las sobrevaloradas. El cuadro 15 recoge los resultados del test de diferencia de medias de la participación institucional entre ofertas sobrevaloradas e infravaloradas. El test de Levene no permite rechazar la hipótesis nula de que las varianzas sean iguales, mientras que el resultado del test de la igualdad de medias para muestras no relacionadas revela que las diferencias de participación institucional entre ofertas sobrevaloradas e infravaloradas no son estadísticamente significativas.

¹⁴ El resultado del test de diferencia de medias para muestras no relacionadas no permite rechazar la hipótesis nula de igualdad de medias. Este resultado difiere del obtenido por Rahnama et al. (1993) para las salidas a bolsa del período 1985-1990. En dicho estudio se obtiene que la rentabilidad de las colocaciones privadas es de un 9,6%, superior a la de las públicas con un 4,9%.

CUADRO 15. TEST DE DIFERENCIA DE MEDIAS DE LA PARTICIPACIÓN INSTITUCIONAL EN OFERTAS SOBREALORADAS E INFRavalORADAS

VARIABLE	NÚMERO DE CASOS	MEDIA	DESVIACIÓN STANDARD
RI NEGATIVA	8	0,2175	0,349
RI POSITIVA	48	0,2889	0,379
DIFERENCIA DE MEDIAS		-0,0713	
TEST DE LEVENE DE LA IGUALDAD DE VARIANZAS		F = 1,209 P = 0,276	
VARIANZAS	VALOR DE T	SIG DEL TEST DE 2 COLAS	CI DE LA DIFERENCIA (95%)
IGUALES	-0,497	0,621	(-0,3593; 0,2166)

En definitiva, en nuestro país, los inversores minoristas son los que se llevan la mayoría de los beneficios a corto plazo generados por las ofertas infravaloradas, mientras que los inversores institucionales no tienen una participación significativamente inferior en las ofertas menos atractivas.

5. CONCLUSIONES

En este trabajo se han analizado las ventajas e inconvenientes que la decisión de salida a bolsa tiene para la empresa y sobre la base de datos constituida por las 115 salidas a cotización realizadas en la Bolsa de Madrid desde 1985 a 1997, se ha estudiado la distribución, características y rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa de nuestro país. De acuerdo con los resultados aquí obtenidos, aproximadamente la mitad de las empresas que han iniciado la cotización bursátil en el mercado de capitales español en el período mencionado, han utilizado la oferta pública inicial (OPI) como modalidad de salida a bolsa, siendo éste el método más caro para la empresa.

La estimación de las rentabilidades iniciales de las salidas a bolsa de nuestro país determina que la infravaloración media es del 11,63%, porcentaje que indica la rentabilidad que obtendría un inversor que comprase las acciones en la oferta y las vendiese al final del primer día de negociación. Las rentabilidades iniciales anuales aunque en general son positivas, son desiguales y se encuentran claramente afectadas por la coyuntura de los mercados financieros. Asimismo, presentan diferencias sectoriales estadísticamente significativas entre el sector industrial y de servicios con relación al sector financiero, siendo inferiores en éste último debido al menor riesgo percibido por los inversores.

El análisis pormenorizado de la participación de los inversores en las OPIs determina que la participación minorista alcanza el 71,4%, siendo este tipo de inversor el que recoge la mayoría de los beneficios a corto plazo generados por las ofertas infravaloradas. La participación institucional, aunque es menor en las ofertas sobrevaloradas, no presenta diferencias estadísticamente significativas con relación a las infravaloradas, lo cual denota la inexistencia de trato de favor hacia este tipo de inversor en nuestro país, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F. Y FAULHABER, G. R. (1989): "SIGNALING BY UNDERPRICING IN THE IPO MARKET". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 23, PP. 303 -323.
- BARRY, C. B.; MUSCARELLA, C. J.; PEAVY III, J. Y VETSUYPENS, M. R. (1990): "THE ROLE OF VENTURE CAPITAL IN THE CREATION OF PUBLIC COMPANIES. EVIDENCE FROM THE GOING-PUBLIC PROCESS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 27, PP. 447 - 471.
- BEATTY, R. P. Y RITTER, J. (1986): "INVESTMENT BANKING, REPUTATION, AND THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 15, PP. 213 -232.
- BOOTH, J. Y SMITH, R. (1986): "CAPITAL RAISING, UNDERWRITING AND THE CERTIFICATION HYPOTHESIS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 15, PP. 261-281.
- CHALK, A. Y PEAVY, J. (1987): "INITIAL PUBLIC OFFERINGS: DAILY RETURNS, OFFERING TYPES AND THE PRICE EFFECT". *FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL*, VOL. SEPTIEMBRE-OCTUBRE, PP. 65 - 69.
- GRINBLATT, M. Y HWANG, C. (1989): "SIGNALLING AND THE PRICING OF NEW ISSUES". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 44, JUNIO, Nº 2, PP. 393 - 420.
- IBBOTSON, R. (1975): "PRICE PERFORMANCE OF COMMON STOCK NEW ISSUES". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 2, PP. 235 - 272.
- IBBOTSON, R. Y JAFFE, J. (1975): "HOT ISSUE MARKETS". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 30, Nº 4, SEPTIEMBRE, PP. 1027 - 1042.

- IBBOTSON, R.; SINDELAR, J. Y RITTER, J. (1988): "INITIAL PUBLIC OFFERINGS". *JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE*, VOL. 1, SUMMER; PP. 37 - 45.
- LOGUE, D. (1973): "ON THE PRICING OF UNSEASONED EQUITY ISSUES: 1965 -1969". *JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS*, VOL. ENERO; PP. 91 -103.
- LOUGHRAN, T.; RITTER J. Y RYDQVIST, K. (1994): "INITIAL PUBLIC OFFERINGS: INTERNATIONAL INSIGHTS". *PACIFIC-BASIN FINANCE JOURNAL*, VOL. 2, PP. 165 - 199.
- MARTÍNEZ-ABASCAL, E. (1990): "SALIDAS A BOLSA". *DOCUMENTO DE TRABAJO*, Nº FN-236. IESE. UNIVERSIDAD DE NAVARRA. BARCELONA.
- MILLER, R. Y REILLY, F. (1987): "AN EXAMINATION OF MISPRICING, RETURNS, AND UNCERTAINTY FOR INITIAL PUBLIC OFFERINGS". *FINANCIAL MANAGEMENT*, VOL. SUMMER; PP. 33 - 38.
- RAHNEMA, A.; FERNÁNDEZ, P. Y MARTÍNEZ-ABASCAL, E. (1992): "INITIAL PUBLIC OFFERINGS (IPOS): THE SPANISH EXPERIENCE". *DOCUMENTO DE TRABAJO*. IESE.
- RITTER, J. (1984A): "SIGNALLING AND THE VALUATION OF UNSEASONED NEW ISSUES: A COMMENT". *JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 39, Nº 4, PP.1231-1237.
- RITTER, J. (1984B): "THE "HOT ISSUE" MARKET OF 1980". *JOURNAL OF BUSINESS*, VOL. 57, Nº 2, PP. 215 - 240.
- ROCK, K. (1986): "WHY NEW ISSUES ARE UNDERPRICED". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 15, PP. 187-212.
- SÁNCHEZ, M.J. (1998): "1997. ALTA RENTABILIDAD Y MÁS VOLATILIDAD". *REVISTA BOLSA DE MADRID*, VOL. ENERO, PP. 4 - 19.
- SMITH, C. R. (1986): "INVESTMENT BANKING AND THE CAPITAL ACQUISITION PROCESS". *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, VOL. 15, PP. 3 -29.
- TINIC, S. (1988): "ANATOMY OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS OF COMMON STOCK". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL.43, Nº 4, PP. 789 - 822.
- WELCH, I. (1989): "SEASONED OFFERINGS, IMITATION COSTS, AND THE UNDERPRICING OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS". *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL. 44, Nº 2, PP. 421-449.