



Facultad de Economía y Negocios

# **Análisis de los Factores que influyen en las Empresas Chilenas para listarse en la Bolsa de Comercio.**

**Tesis para optar al grado de Magister en Finanzas.**

**Autor**

Julio Enrique Vásquez Muñoz

**Profesor Guía**

Mauricio Alejandro Jara Bertín

**Santiago de Chile, Julio 2018**



Facultad de Economía y Negocios

**Tesis para optar al grado de Magister en Finanzas.**

## INDICE

1. INTRODUCCIÓN Y MOTIVACIÓN .....	2
1.1 Evidencia empírica internacional .....	5
1.2 Evidencia empírica en Chile .....	6
1.3 Riesgos y Beneficios de una IPO .....	7
2. FUNDAMENTOS TEORICOS E HIPOTESIS .....	9
3. DISEÑO EMPÍRICO .....	9
3.1 Muestra.....	9
3.2. Variables .....	10
3.3 Metodología .....	12
4. RESULTADOS.....	12
4.1 Análisis descriptivo.....	12
4.2 Análisis explicativo.....	13
CONCLUSIONES .....	18
BIBLIOGRAFIA.....	20
OTROS TEXTOS BIBLIOGRAFICOS CITADOS .....	22
TABLAS DE RESULTADOS .....	24
Tabla 1: Matriz de correlación de la muestra de empresas listadas .....	24
Tabla 2: Matriz de correlación de la muestra de empresas no listadas. ....	24
Tabla 3: Determinantes de Salida a Bolsa.....	25
Tabla 4: Determinantes de Salida a Bolsa.....	25
Tabla 5: Análisis de regresión logística para toda la muestra de salida a bolsa.....	26
Tabla 6: Curvas de ROC .....	26
Tabla 7: Últimas aperturas realizadas desde el año 2000 en adelante.....	27
Tabla 8: Resumen de precios iniciales de las IPOs. ....	28
Tabla 9: Nuevos listados y montos levantados en las últimas IPOs.....	28
Tabla 10: El mercado ha demandado en promedio hasta 12 veces el monto colocado.....	29
Tabla 11: Desempeño del índice IPO de los EE. UU. de Renaissance. ....	29
Tabla 12: Índice de transparencia legislativa 2016 .....	30
Tabla 13: Indicador Mensual de confianza Empresarial .....	31

## RESUMEN

Los principales factores que influyen en las empresas chilenas al momento de decidir listarse en la Bolsa de comercio y llevar a cabo una oferta pública Inicial de sus acciones que de ahora en adelante llamaremos (IPO), las cuales son sus siglas en Inglés Initial public Offering y para ello se analizarán distintos resultados de empresas tanto a nivel internacional como nacional, revisando en primera instancia los conceptos y definiciones que considero son relevantes tener presentes dentro del mercado chileno, en la cual se puede observar que cada vez más empresas toman con más seriedad y cuidado la decisión de salir a Bolsa, con el fin de realizar nuevas inversiones, crecer como empresa o para mantenerse listadas a través del tiempo, transformando esto en un suceso menos frecuente y más dependiente del clima económico.

En base a los resultados de distintas empresas, en este estudio encontraremos algunas relaciones teóricas y empíricas sobre los factores más recurrentes y que son trascendentes al momento de decidir salir a la bolsa, enmarcando las principales investigaciones en materia de IPO a través de un estudio detallado de las variables que están inmersas en este tema.

La muestra analizada corresponde a una selección de 573 observaciones, comparando los resultados con una data de 69 empresas con el fin de comprobar que factores resultan más significativos y la metodología utilizada se basa en regresiones realizadas mediante panel de datos desde el año 2002 al 2014.

**Palabras Clave:** Listarse o salir a la Bolsa, Factores Significativos, Bolsa de Comercio o de Valores.

## **1. INTRODUCCIÓN Y MOTIVACIÓN**

A partir de los constantes cambios que vivimos día a día, se hace indispensable adaptarse cada vez más rápido a estos cambios, ya sea a nivel cultural, social, empresarial y debido a la tan mencionada globalización hay que afrontar una alta competencia y un nivel alto de exigencia que esto conlleva, en donde los profesionales están obligados a buscar las herramientas adecuadas para seguir perfeccionándonos, es por esto que uno de los motivos para confeccionar esta tesis, es abordar conceptos que ya están arraigados en otros países y que necesitan las empresas para modernizarse y afrontar un mejor futuro con los avances que el Mercado Financiero ofrece en el país y que a la fecha no son muy conocidos. Mirado desde este último punto, es posible abordar elementos que hacen pensar en las distintas empresas que necesitan seguir creando proyectos que puedan sostenerse a través del tiempo.

Según lo descrito anteriormente, la presente investigación tiene como motivación el comprender y analizar las variables que las empresas chilenas presentan al momento de pensar en salir a la bolsa y de esta forma buscar financiamiento y ganar rentabilidad en el tiempo, es por eso que este estudio está enfocado principalmente en las empresas que tienen posibilidades de transar sus títulos en la bolsa de valores, debido a que poseen un gran posicionamiento en el mercado local junto a una gran gama de productos y servicios, y de los cuales se pueden desprender métodos de desarrollo estratégico que le ayuden a crecer y a seguir posicionándose en el mercado de una forma más beneficiosa con la herramientas que existen actualmente en el comercio como son las IPOs.

Cabe señalar de forma adicional y en lo particular una empresa que realiza una IPO tiene 2 formas para llevar a cabo su trazabilidad de sus acciones; cuando sale a cotizar o antes de la cotización. cuando está en el mercado no tiene demasiado misterio, ya que es posible adquirir sus acciones a través de un intermediario o broker, y lo otro interesante es poder adquirir las acciones antes de la salida a la bolsa, lo que se conoce como “prelisting“, sin embargo es necesario ser un inversor muy calificado con conocimientos bastante profundos de análisis financiero para poder valorar correctamente la inversión; saber quiénes son los comercializadores, los asesores registrados, saber leer el informe de auditoría, saber valorar las fuentes de crecimiento futuro, el sector, entre otros. Por ello es descartable para el inversor retail salvo que esté bien asesorado, y otro concepto que es posible observar en este proceso de listarse en la bolsa es el efecto “underpricing” el cual se encuentra relacionado con la diferencia entre el precio de salida de una acción en su IPO y el precio final en su primer día,

donde este concepto ha sido estudiado internacionalmente en las 3 últimas décadas y toma importancia en los países emergentes, en especial en las Bolsas de valores en crecimiento como es el caso de Latinoamérica.

Otro punto importante de señalar es que la Bolsa de Valores o la Bolsa de comercio como la conocemos en nuestro país, es una organización privada que brinda las facilidades necesarias para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compra y venta de valores, tales como acciones de sociedades o compañías anónimas, bonos públicos y privados, certificados, títulos de participación y una amplia variedad de instrumentos de inversión, tales como las IPOs que veremos en este estudio.

También es importante señalar que las Bolsas de Valores fortalecen al mercado de capitales e impulsan el desarrollo económico y financiero en la mayoría de los países del mundo, donde existen en algunos casos desde hace siglos, a partir de la creación de las primeras entidades de este tipo creadas en los primeros años del siglo XVII, donde económicamente se ha buscado desde su creación, satisfacer 3 grandes interés de los países, tales como: El de la empresa, porque al colocar sus acciones en el mercado y ser adquiridas por el público, obtiene de este el financiamiento necesario para cumplir sus fines y generar riqueza. El de los ahorradores, porque estos se convierten en inversores y pueden obtener beneficios gracias a los dividendos que les reportan sus acciones.

Los participantes de la bolsa son básicamente los demandantes de capital (empresas, organismos públicos o privados y otras entidades), los oferentes de capital (ahorradores, inversionistas) y los intermediarios.

La negociación de valores se efectúa a través de los miembros de la bolsa, conocidos usualmente con el nombre de corredores, operadores autorizados de valores, sociedades de corretaje de valores, casas de bolsa, agentes o comisionistas, según la denominación que reciben en cada país, quienes hacen su labor a cambio de una comisión. En numerosos mercados, otros entes y personas también tienen acceso parcial al mercado bursátil, como se llama al conjunto de actividades de mercado primario y secundario de transacción y colocación de emisiones de valores de renta variable y renta fija.

Los sistemas de bolsas de valores actualmente funcionan con unos métodos de pronóstico que permiten a las corporaciones y a los inversores tener un marco de cómo se

comportará el mercado en el futuro y por ende tomar buenas decisiones de cartera. Estos sistemas funcionan a base de datos históricos y matemáticos.

Para cotizar sus valores en la Bolsa, las empresas primero deben hacer públicos sus estados financieros, puesto que a través de ellos se pueden determinar los indicadores que permiten saber la situación financiera de las compañías. Las bolsas de valores son reguladas, supervisadas y controladas por los Estados nacionales, aunque la gran mayoría de ellas fueron fundadas en fechas anteriores a la creación de los organismos supervisores oficiales.

Existen varios tipos de mercados: el mercado de dinero o mercado monetario, el mercado de valores, el mercado de opciones, futuros y derivados, y los mercados de productos. Asimismo, pueden clasificarse en mercados organizados y mercados de mostrador y desde hace poco tiempo fue creado el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), la cual es la integración bursátil transnacional de las bolsas de valores de los mercados de Perú, Colombia, México y Chile, con el propósito de crear un patrimonio único de los cuatro países donde se espera ver potenciado el tema de las IPOs.

En tal sentido se puede señalar que en Chile fue creada la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) como ente regulador en reemplazo de la superintendencia de valores y seguros(SVS), la cual aprobó la Inscripción de las acciones de las Empresas Sutil donde ellos verán el momento oportuno para realizar la IPO, también existe la posibilidad que otras empresas como Mall Plaza proporcione a sus inversionistas hasta el 15% de las acciones esperando recaudar aproximadamente. US\$ 750 millones, siendo la más grande apertura en la Bolsa en la historia Local, superando a ILC, que logró recaudar unos US\$ 475 millones y otra empresa que se encuentra pronta a realizar una IPO es Inmobiliaria Manquehue, que ya concretó la inscripción en la bolsa de comercio de Santiago esperando recaudar unos US \$ 25 millones.

Otra empresa muy importante a destacar en Chile es Salmones Camanchaca que puso a disposición del mercado el 30% de sus acciones recaudando un monto de US\$ 108 millones

siendo lo más relevante que además de enlistarse en el mercado local, lo hizo en la bolsa de Oslo<sup>1</sup>.

En este orden de ideas se puede señalar que los mercados en Europa llevan mucho más tiempo operando en los mercados de valores por lo cual tienen mucho más experiencia en comparación con Latinoamérica.

A pesar de la extensa cantidad de Literatura sobre las IPOs, todavía existen muchas incógnitas sobre el funcionamiento interno del proceso de salida a bolsa, por ejemplo la evidencia del Reino Unido<sup>2</sup>, las pruebas empíricas de las predicciones teóricas son escasos, debido a la falta de datos sobre empresas privadas, lo cual es un factor determinante entre transar o no en la bolsa de comercio. Otras muestras revisadas se centran principalmente en empresas que están ubicadas en países de Europa Continental<sup>3</sup>. Donde se realiza una comparación con las empresas que deciden salir a la bolsa con las empresas que deciden permanecer cerradas y las investigaciones se centran en los factores determinantes para salir a la bolsa en el reino Unido. En la cual los hallazgos son consistentes con estudios empíricos anteriores en donde las IPOs dependen directamente del tamaño de las empresas y de los niveles de precios de las acciones.

### **1.1 Evidencia empírica internacional**

Brau y Fawcett (2006), en su investigación sobre 340 empresas norteamericanas no financieras que realizaron una IPO entre los años 2000 y 2002 y sobre 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.

---

<sup>1</sup> Diario la Tercera, Sección de Negocios, Domingo 04 de Marzo de 2018.

<sup>2</sup> Paper Junio 2004, Belen Gill de Albornoz Noguera, Profesor de contabilidad y Finanzas de la Universidad de Lancaster

<sup>3</sup> Pagano et al, 1998 para Italia. Fisher, 2000 y Boehmer y Ljungqvist, 2001 para Alemania.



De acuerdo a 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.

## **1.2 Evidencia empírica en Chile**

Para analizar la evidencia empírica en Chile, en primer lugar es necesario identificar el escenario económico en el cual se han desenvuelto las IPO nacionales. Al respecto, Maqueira y Yáñez (2009) señalan que la baja actividad de IPO en Chile entre los años 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 período analizado, se debe tomar en cuenta la crisis financiera del 2008 que afectó al mercado global. En el caso de Chile, solo 5 organizaciones salieron a Bolsa entre el año 2008 y 2010.

Respecto al nivel de endeudamiento, en el estudio realizado por Maqueira y Yáñez (2009) sobre 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 al desempeño operacional de las empresas chilenas entre 1998 y 2003, Farias y Gonzalez (2009) no observan un desempeño operacional deficiente post IPO.

### 1.3 Riesgos y Beneficios de una IPO

Los riesgos en una IPO no son muchos ya que una o varias entidades intermediarias se encargan de valorar a la empresa y ver cuando es el momento oportuno de listarse en la bolsa, donde por lo general es un proceso que demora 2 años o más, en el cual se revisan los activos que se posean, Beneficios actuales, previsiones de ingresos a futuro entre otros factores que determinan el precio inicial de una acción que a menudo surge de dividir la cifra en que se ha valorado la compañía por el número de acciones que han decidido ponerse a la venta. Lo que a veces no siempre contempla la parte subjetiva que existe en el mercado ya que en el caso que los inversores consideren que el precio esta subvalorado de la empresa lo más probable que en precio inicial baje como lo ocurrido con Facebook el año 2012, pero posteriormente su precio de normalizo, este fenómeno es conocido como “Underpricing” el cual dice relación con la diferencia entre el precio de salida y precio final al primer día. Pero en términos generales no existe un gran riesgo a largo plazo ya que el mercado por lo general sus precios se ajustan a través del tiempo e incluso la Bolsa de Santiago habla de administrar el Riesgo después de realizada la IPO<sup>4</sup> ya que de eso dependerá el valor de las acciones en el futuro.

Con respecto a uno de los grandes beneficios de hacer IPO para una empresa es la publicidad y marketing gratuito<sup>5</sup> que la bolsa otorga en el proceso de estructuración y sobre todo en el proceso de emisión<sup>6</sup>. Existen casos que después que las empresas salieran a la bolsa empezaron a ser conocidas como Starbucks, en donde es posible visualizar que la Publicidad y Reputación son elementos importantes, según Maksimovic y Pichler (2001) donde las empresas que poseen una buena calidad de gestión o tienen una buena reputación tienden a optar por salir a bolsa con el fin de sostener, potenciar o reconstruir su reputación.

---

<sup>4</sup>Guía para Abrirse a la Bolsa de Santiago realizada en conjunto con la empresa auditora Ernst & Young.

<sup>5</sup> Libro Mercado de Capitales de Miguel Martín M, Cap. 1. pag.45

<sup>6</sup> MARTÍN Mato, Miguel Ángel, Mercado de Capitales: Una perspectiva Global, 1ª Ed. Buenos Aires, Argentina. Cengage Learning. 2010. 47 P. ISBN9789871486281

También es posible mencionar el financiamiento y crecimiento son factores importantes a destacar al momento de decidir salir a la Bolsa, que 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). Holmstrom 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 de esa forma maximizar el valor de la compañía.

Bolton y Von Thadden, (1998) señalan que la liquidez es otro punto importante a destacar ya que listarse en Bolsa genera que la parte de patrimonio de una empresa se vuelva más líquida y que transar la propiedad de la empresa sea más barato y fácil, al eliminar la necesidad de buscar a una sola contraparte interesada. 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.

En relación a las restricciones de deuda que las empresas se ven afectadas debido a que 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 entrar a la Bolsa 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, La deuda también puede disuadir a las empresas de realizar una IPO. Pagano et al. (1998) encuentra 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.

Por otra parte 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 comunicara al mercado que la empresa tiene buena reputación. Por su parte, las empresas de mala reputación no tomaran altos niveles de deuda por los altos costos en caso de quiebra.

## **2. FUNDAMENTOS TEORICOS E HIPOTESIS**

El presente epígrafe pretende abordar los conceptos claves para salir a la bolsa de valores, de los cuales distintos autores han planteado diversas teorías de los conceptos que podrían ser vitales y en base a ello enfocarnos la investigación y comprobar la hipótesis de la significancia de cada factor y poder interpretar correctamente los resultados.

Generalmente las empresas que tienen posibilidades de listarse en la Bolsa de Valores, son compañías jóvenes con un gran potencial y que se encuentran en un período de expansión y explosión comercial, donde ven una IPO como una gran posibilidad de obtener recursos para sus planes de desarrollo en los negocios o reducir pasivos, es por ello que se requiere analizar bien que factores son los más importantes y en los cuales las empresas se tienen que concentrar al momento de decidir enlistarse en la Bolsa de Valores.

Con respecto a las dificultades presentes en esta investigación, se puede mencionar que no se encontraron patrones comunes que permitan establecer un modelo adecuado y único, en base evidencias empíricas recopilados y analizados de otros trabajos los cuales poseen factores que son significantes en algunos modelos y en otros considera otros elementos, es por ello que dependerá mucho del área geográfica en donde se allá realizado la investigación, también dependerá de la data de la información y que tipo de empresas sean las analizadas en la regresión de datos.

## **3. DISEÑO EMPÍRICO**

### **3.1 Muestra**

El presente modelo tiene como base la información existente en S&P Capital IQ, asociada al periodo en que las empresas se listaron en la Bolsa de Comercio según la SVS que actualmente es la CMF y de los sitios Web de cada empresa.

Las datos contienen los estados financieros de cada compañía posterior al año 2002 hasta el año 2014 además de nemotécnico (código bursátil), Fecha de inscripción en la Bolsa y la respectiva industria a la cual pertenece, esto según la información proporcionada tanto por la bolsa de comercio de Santiago como por el Servicio de Impuestos Internos. En donde la muestra corresponde a una selección de 573 observaciones de las cuales se fueron descartando empresas que no tenían la información suficiente, (missing) realizando una comparación con investigaciones anteriores de una data de 69 empresas con el fin de confirmar los factores significativos, donde La metodología utilizada se basa en regresiones mediante un panel de datos sobre empresas analizadas desde el primer año registrado desde al año 2002 al 2014, donde las empresas se encuentran divididas en 2 grupos: el primero contiene las empresas listadas en la bolsa de comercio y el segundo se basa en las grandes empresas que tienen la posibilidad de listarse a la bolsa ya que cumplen con los requisitos pero que todavía no lo han realizado.

Cabe mencionar que el modelo propuesto solo considera el Statuo Quo y los datos históricos de las compañías y no brinda una proyección o permanencia de los resultados y tampoco se estima la posibilidad que las empresas tienen para deslistarse de la bolsa de comercio ya sea en el corto o largo plazo, esto ya que en este último periodo si bien es cierto se han listado distintas empresas en nuestro país, también hay empresas como la compañía CFR Pharmaceuticals S.A., Forestal Cholguan S.A. e Indiver S.A. que han decidido en este último periodo cancelar las inscripción en la bolsa.

En el caso internacional tenemos acciones como Facebook, que al realizar una IPOs venden una parte de sus acciones, e ingresan un ofertas de acciones a cambio de perder poder en la empresa. En la cual se piensa que el fin es percibir un poco más de ganancias que tener el dominio total de la compañía

### **3.2. Variables**

Las Variables independientes según los datos obtenidos son Ingresos Totales, Ingresos Netos, Propiedad, Planta y Equipo Neto, Activos Totales, Deuda Total y Gastos de Capital y Ebitda las cuales se explican a continuación:

**SIZE:** Que dice relación con los ingresos totales y en el panel de control se establece como Total Revenue, donde en el modelo final posteriormente utilizaremos esta variable en forma logarítmica.

**SIZER:** Total de activos que posee una compañía y en la base de datos figura como Total Assets, donde en el modelo final también lo utilizaremos como variable en forma logarítmica.

**LEVERAGE:** Este factor es el apalancamiento de una empresa y en panel de control es Total Liabilities sobre Total Assets.

**TANGIBILITY:** Es el nivel de activos tangibles de la empresa, en lo cual esta involucrado sus Propiedades, Planta y Equipos y en el panel de control se visualiza como Net Property, Plant & Equipment sobre Total Assets.

**GROWTH:** Esta definición se encuentra medido como el porcentaje de variación de las ventas  $(\frac{Ventas_t - Ventas_{t-1}}{Ventas_{t-1}})$ . Y en base de datos lo encontraremos como crecimiento en Venta.

**ROA:** Medida de rentabilidad definida como ingreso neto sobre activos totales y en el panel de control figura como Net Income sobre Total Current Assets.

**ROTATION:** Este factor representa un ratio de eficiencia; Rotación de activos definido como ventas totales sobre activos totales, el cual y que figura como Total Revenue sobre Total Assets.

**CAPEX:** Es definido como Capital Expenditures sobre Total Revenue, siendo una proxy de oportunidades de inversión de la organización.

**EBITDA:** Es el resultado antes de interés, impuesto y de depreciación y amortización, el cual es utilizado como indicador de rentabilidad del negocio, pero esta variable se desestimó ya que no resulto significativo para ninguno de los modelos propuestos.

### 3.3 Metodología

Considerando las variables antes descritas tenemos la siguiente regresión:

$$\begin{aligned} Listed_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 SIZER_{it} + \alpha_3 LEVERAGE_{it} + \alpha_4 TANGIBILITY_{it} \\ & + \alpha_5 GROWTH_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 ROTATION_{it} + \alpha_8 CAPEX_{it} \end{aligned}$$

Donde la ecuación  $Listed_{it}$  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 la 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 control).

## 4. RESULTADOS

### 4.1 Análisis descriptivo.

#### Tabla 1

En relación a la muestra de empresas listadas en la Bolsa, la variable Tangibility se correlaciona positivamente con Size, Capex, ROA y de forma negativa con Sizer, Rotation y Growth, Por su parte el Factor de Leverage se relaciona de forma positiva con todas las variables menos Growth, y posteriormente la variable ROA se correlaciona de forma negativa con Rotation, Size y Sizer, y positivamente con Capex y ROA, continuando la variable Capex solo se relacionada de forma positiva con Size pero con el resto de las variables su relación es negativa y en donde la relación correlación es más fuerte es entre la variables Sizer (Logaritmo de activos) y Size lo cual hace referencia a la relación que existe entre las ventas de la empresa y sus activos, y Rotación también de forma positiva y Growth negativamente, El factor Size (Logaritmo de Ventas) se correlaciona con valores negativos con todas las variables restantes y por último Rotation y Growth se correlacionan de forma positiva.

## Tabla 2

Para la muestra analizada sobre la Matriz de correlación en donde figuran las empresas no listadas que tienen la alternativa de salir a la Bolsa; la correlación cambia en algunas variables donde Capex vemos como se relaciona positivamente con Leverage, Growth, Size, Sizer y Tangibility y a su vez negativamente con Rotation y ROA, por su parte Tangibility se relaciona positivamente con Growth Size y Sizer pero negativamente con Leverage, Rotation y ROA, después al visualizar el Factor Sizer (logaritmo de activos) se correlaciona positivamente con ROA, Rotation, Growth y Size y negativamente con leverage. La Variable Size (Logaritmo de Ventas) por su parte se relaciona positivamente con todas las variables menos con Growth. Tangibility se relaciona positivamente con ROA Leverage y Growth, y Rotation de forma Negativa. Growth en este escenario se relaciona de forma negativa con Leverage y con Rotation y Roa de forma positiva, por otra parte Leverage se relaciona negativamente con todas las variables y Rotation y ROA se correlación de forma positiva, en donde la correlación más fuerte figura entre la variable Sizer (Logaritmo de Activos) y ROA, Rotación y Size.

### 4.2 Análisis explicativo

En la tabla N°3 y N°4 se analizan distintos modelos de regresión múltiple en la cual se utiliza el método “Backward” (paso hacia atrás), es decir se comienza por probar el modelo con todas las variables y luego se va descartando una a una la menos significativa, descartando a su vez aquellas muestra que no posean datos realizando un “missing” en el programa.

En base a estos modelos de regresión es posible analizar la significancia de cada variable en lo cual podemos ver que 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 en Tabla N°5; mientras que en promedio el nivel de significancia se encuentra en 0,16 entre los modelos propios del 3 al



7 en Tabla N°3). 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).

Si bien es cierto la variable Size como logaritmo de las ventas obtiene resultados parecidos a los de otras investigaciones, la situación no se repite cuando Size se mide como logaritmo de los activos, es por eso que no figura dentro de los modelos propuestos en las Tablas N° 3 y N°4 ya que la variable no muestra ser significativa y esto se da tanto en la situación normal como en la con rezago y una de las causas atribuidas a 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 sub-muestras.

El Factor Leverage es significativa en todos los modelos de ambas tablas N° 3 y N° 4 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 Maqueira y Yáñez (2009), donde se espera que las empresas que son listadas en Bolsa y se permanecen en el tiempo 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 fuerte sobre la posibilidad de salir a Bolsa.

La variable Tangibility también se encuentra con resultados parecidos a los de Gill de Albornoz y Pope (2004) y Fischer (2000), en donde se relaciona de 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 todos los modelos y regresiones realizadas en la presente investigación.

La variable Growth en este estudio, al igual que Gill de Albornoz y Pope (2004), no resulta ser significativa para todos los casos analizados. Pero en trabajos anteriores si figura como significativa pero esto puede deberse a sesgos de la muestra que pudieron haber utilizado, ya que no en este trabajo no se visualizan 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), en el cual figuran que no es una variable significativa, además.

La variable ROA, por su parte, solo resulta significativa en un menor grado para el modelo N° 7 de ambas tablas. Esto guarda relación con los hallazgos realizados por Gill de Albornoz y Pope (2004) en su estudio.

El Factor de Rotation no es significativa pero en el modelos donde el logaritmo de ventas tabla N° 3 tiene una relación negativa lo cual se alinea con otros estudios y en la tabla N° 4 la relación es positiva.

El por último la variable ROA presente una relación positiva en el modelo N° 7 de ambas tablas pero no es significativa.

Por lo cual las variables que podrían influir en la decisión de salir a Bolsa estarían en el modelo propuesto N° 3 de la tabla N° 3 con las variables que son significativas tales como Size, Leverage y Tangibility, por lo cual nos queda la siguiente regresión:

$$Listed_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 LEVERAGE_{it} + \alpha_3 TANGIBILITY_{it}$$

Posterior a este modelo se restan los missing de las variables objetivos y se aplica logaritmo para realizar una distribución de probabilidad discreta:

Donde:

$$\ln(P(\text{éxito})/P(\text{Fracaso})) = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_{it} + \alpha_2 LEVERAGE_{it} + \alpha_3 TANGIBILITY_{it}$$

Y al reemplazar nos queda:

$$\text{Log}(P(\text{Ingresa a Bolsa}) / P(\text{No ingresa a Bolsa})) = -0,80079 + 0,18858 * \log(\text{Size}) - 1,72328 * \text{Leverage} - 1,71072 * \text{Tangibility}.$$

Ahora aplicaremos transformación de Odds ratio, que fue algo similar a lo que realizaron por Gill de Albornoz y Pope (2004) en su estudio en tabla N°5 en donde figuran sus modelos propuestos. Y al Emplear una exponencial al modelo para eliminar el Logaritmo queda de la siguiente forma:

$$\text{Log (P (Ingresa a Bolsa) / P (No ingresa a Bolsa))} = 0,4489752 + 1,2075328 * \text{log (Size)} + 0,1784789 * \text{Leverage} + 0,1807354 * \text{Tangibility}.$$

La Interpretación a través del Método Odds ratio sobre P (Éxito) / P (Fracaso):

En relación al Intercepto de valor 0,4489752 podemos concluir que representa el promedio condicional de las variables explicadas respecto a las explicativas.

Log (Size) dando como resultado en el modelo un 1,2075328 esto dice relación a que si aumenta en 1 punto esta variable, entonces la probabilidad de que la empresa entre a la bolsa aumenta en un 12%, manteniendo todo lo demás constante.

Leverage representa un valor de 0,1784789 y en el caso si esta variable aumenta en 1 punto, entonces la probabilidad de que la empresa entre a la bolsa disminuye en un 82%, manteniendo todo lo demás constante.

Tangibility figura por el valor de 0,1807354, en donde la posibilidad de que esta variable aumente en 1 punto, entonces la probabilidad de que la empresa entre a la bolsa disminuye en un 82%, manteniendo todo lo demás constante.

Y la interpretación financiera de los coeficientes del modelo original se puede expresar de la siguiente forma =  $- 0,80079 + 0,18858 * \text{log (Size)} - 1,72328 * \text{Leverage} - 1,71072 * \text{Tangibility}$ .

El coeficiente de intersección - 0,80079 calculado, nos indica que cuando no hay ventas, las posibilidades de que una empresa no saga a la bolsa son de un 80% ya que hay que considerar que hay estos factores no siempre contemplan la parte subjetiva del mercado.

La pendiente de la recta 0,18858 nos indica que al mantener las otras variables constantes, por cada aumento en las ventas en mil millones la probabilidad de que la empresa decida salir a la bolsa es de un 18,86%.

Al interpretar financieramente, según el libro de “Investment Valuation” de Aswath Damodaran: *La pendiente de la recta 0,18858* es el beta de las Ventas, basado en las ventas anuales desde el año 2002 al año 2014. Según Aswad Damoradan<sup>7</sup> : “Si se usa una periodo

---

<sup>7</sup> “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, Second Edition, Aswath Damodaran, capítulo 8

de tiempo diferente de la regresión o diferente intervalos de retorno (Anual, semestral o mensual) para el mismo periodo podría resultar un beta diferente”. Además es la pendiente de la regresión corresponde al beta de las ventas midiendo su respectivo riesgo. *La pendiente de la recta – 1,72328* correspondiente a la variable Leverage, nos indica que al mantener las otras variables constantes, por cada disminución en mil millones de la deuda la probabilidad de que la empresa decida salir a la bolsa es de un 17,23%. *La pendiente de la recta – 1,71072* asociada al factor de Tangibility nos indica que al mantener las otras variables constantes, por cada disminución en los activos tangibles sobre los activos totales en mil millones la probabilidad de que la empresa decida salir a la bolsa es de un 17,10%.

## CONCLUSIONES

En base a diferentes estudios realizados tanto a nivel internacional como nacional en distintos periodos de tiempos, el presente trabajo se enfocó en estudiar aquellos factores financieros que influyen directamente en la decisión de listarse en la Bolsa de comercio de Chile, y para esto se utilizó una base de datos que incluye y compara empresas que tienen la posibilidad de transar en la Bolsa de Santiago y aquellas que ya están listadas, incluyendo distintos resultados de los estados financieros de cada empresa.

Para analizar todos los datos se utilizaron distintos modelos de regresiones para testear las distintas variables que la teoría indica como relevantes para la decisión, logrando comprobar la relevancia de ciertas variables demostrando que otras no influyen en forma significativa para empresas en Chile.

Y los resultados de este estudio se base en 3 variables Venta, Leverage, Tangibility, las cuales demuestran ser las variables más relevantes para los modelos construidos. En donde 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, en donde el Fondo Monetario Internacional 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 Latino América<sup>8</sup> y en cambio la variable Venta resulta ser significativa y positiva lo cual es consecuente con las últimas empresas que se han listado en la Bolsa de Tabla N°7 las cuales presentaron una gran crecimiento en sus ventas antes de decidir salir a la Bolsa y cuyas rentabilidades en sus acciones siguen incrementando o manteniéndose en el tiempo según Tablas N° 8, 9 y 10.

De todas formas hay que destacar que existen si bien es cierto la conclusión determina que es factible recomendar que los factores financieros anteriormente indicados son relevantes y significativos a la hora de decidir realizar una IPO, también hay que considerar

---

<sup>8</sup> Fondo Monetario Internacional (FMI), la deuda corporativa de Chile como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) aumentó 20 puntos porcentuales entre 2007 y 2014, Fuente: Emol.com <http://www.emol.com/noticias/Economia/2016/03/28/795117/Chile-se-posiciona-entre-los-paises-emergentes-con-mayor-deuda-corporativa.html>

que existen factores externos no financieros que también influyen fuertemente en la decisión de salir a la bolsa, tales como los cambios regulatorios o como es la situación actual que puede tener el mercado, que en este caso se ve favorable para Chile según tabla 12 y 13, también la situación internacional que en este caso podemos compararla con la tabla N°11 en el cual existe un índice que replica las IPOs en EEUU y que es posible cotejar con otro índice relevante para ese país como es el S&P500, el cual marca una tendencia al alza, y otro componente que es también importante señalar es la influencia que el sector de la industria puede tener en el desarrollo de las IPOs ya que existen estudios los cuales indican que dependiendo del sector de la Industria es que tendrá más tendencias a listarse en la bolsa.

También es posible mencionar que los factores no significativos para este estudio no tuvieron el mismo resultado para otras investigaciones similares como 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, pero esto podría ser consecuencia de distintos elementos que inciden en las empresas y en sus resultados, tales como área geográfica, Forma se haya capturado la data de la información financiera ya sea mensual, trimestral, anual, también influye la experiencia que ya tienen otros países en realizar IPOs ya que tanto en EEUU como en Europa gran parte de las empresas se encuentran listadas en la Bolsa en cambio en Chile todavía tenemos un gran porcentaje que todavía no ha decidido listarse a la bolsa.

Y para analizar la significancia del modelo escogido, se ha comprobado bajo las Curvas de ROC que figura en la Tabla N°6 en cual tiene como resultado un 0,6797 demostrando que existe un bajo nivel de significancia que podría ser en relación al tamaño de la muestra o en base a los resultados de las empresas en sus resultados financieros.

## BIBLIOGRAFIA

- Boehmer, E., & Ljungqvist, A. (2001). The choice of outside equity: An exploratory analysis of privately held firms. Working paper, University of Georgia.
- Bolton, P., & Von Thadden, E.-L. (1998). Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *The Journal of Finance*, 1-25.
- Brau, J., & Fawcett, S. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance* , 399-425.
- Damodaran A., “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, Second Edition, , capítulo 8.
- Diario la Tercera, Sección de Negocios, Domingo 04 de Marzo de 2018.
- Fischer, C. (2000). Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt. Working paper, Munich University.
- Gill de Albornoz, B., & Pope, P. (Junio, 2004). The Determinants of the Going Public Decision: Evidence from the U.K. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
- Helwege, J., & Packer, F. (2001). The Decision to go Public: Evidence from Corporate Bond Issuers. Working paper Ohio University.
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *The Journal of Political Economy*, 678-709.
- ICARE, IMCE correspondiente al informe marzo 2018
- Maquieira, C., & Yáñez, G. (2009). Rendimiento de ofertas públicas iniciales en de acciones en Chile: Evidencia empirica entre 1994 y 2007. Serie Documentos de Trabajo, SVS, 38-40.
- Maksimovic, V., & Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, 459-494.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* , 433-443.
- Pagano, M., & Röell, A. (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public. *Quarterly Journal of Economics*, 187-221.

Paper Junio 2004, Belen Gill de Albornoz Noguera, Profesor de contabilidad y Finanzas de la Universidad de Lancaster

Pagano et al, 1998 para Italia. Fisher, 2000 y Boehmer y Ljungqvist, 2001 para Alemania.

Fondo Monetario Internacional (FMI), la deuda corporativa de Chile como porcentaje del Producto Interno Bruto (PIB) aumentó 20 puntos porcentuales entre 2007 y 2014,  
Fuente:

Emol.com <http://www.emol.com/noticias/Economia/2016/03/28/795117/Chile-se-posiciona-entre-los-paises-emergentes-con-mayor-deuda-corporativa.html>

González, M., & Farías, P. (2009). Desempeño operacional posterior a la oferta pública inicial de acciones de las empresas chilenas. *El Trimestre Económico*, 751-773.

Guía para Abrirse a la Bolsa de Santiago realizada en conjunto con la empresa auditora Ernst & Young.

Libro Mercado de Capitales de Miguel Martín M, Cap. 1. pag.45

MARTÍN Mato, Miguel Ángel, Mercado de Capitales: Una perspectiva Global, 1ª Ed. Buenos Aires, Argentina. Cengage Learning. 2010 .47 P. ISBN9789871486281



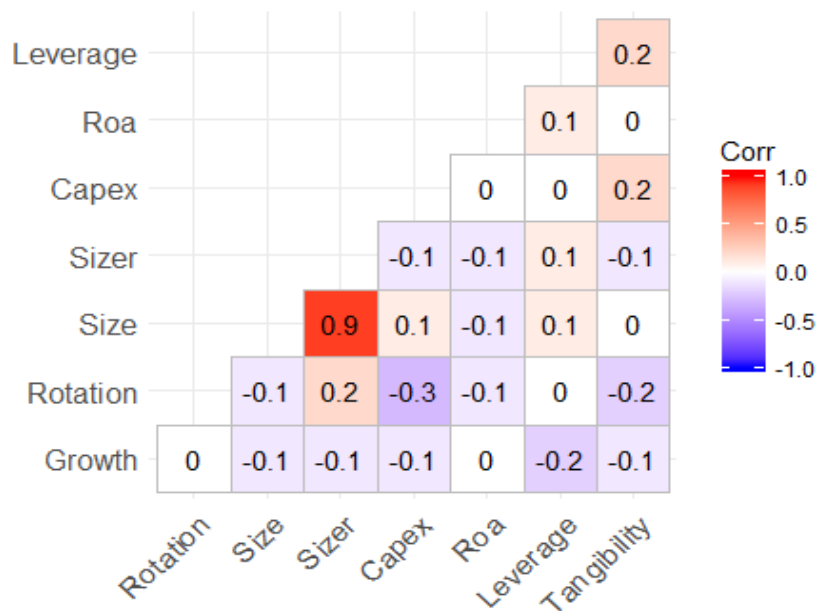
## OTROS TEXTOS BIBLIOGRAFICOS CITADOS

- Anzieta Neumann, Alejandra. Jefe Área Emisores. Oportunidades de Financiamiento en Bolsa de Comercio de Santiago. Santiago, Chile: 2013.
- Badal, Mauricio. Elaboración de referencias y citas según las normas de la American Psychological Association (APA) [en línea] 5º ed. [consulta: 17 – octubre - 2009]. Disponible en: <http://monografias.com/apa.shtml>.
- Bernal Torres, Cesar. Metodología de la Investigación. 2ª ed. México: Pearson Educación, 2006. ISBN: 9702606454.
- Block, Stanley B. Groffey, A. Hirt. Fundamentos de administración financiera. 12ª ed. México: McGraw-Hill, 2008. p. 700 ISBN: 970106707X.
- Bolsa de Comercio de Santiago y Ernst & Young. *Guía para Abrirse en la Bolsa*.
- Diario Cinco Días, Periódico Económico Español, “El MAB, alternativa a la financiación”. Junio, 2015. Disponible en: [http://cincodias.com/cincodias/2015/06/04/mercados/1433432512\\_609716.html](http://cincodias.com/cincodias/2015/06/04/mercados/1433432512_609716.html).
- Flaherly, John E., DRUCKER, Peter. La esencia de la administración moderna. México: Pearson Educación, 2001. 436 p. ISBN 9702600286.
- Guajardo, Julio. Guía de Empresas emisoras 2014, *Perfil de las principales empresas listadas en la Bolsa de Santiago*. Edición especial Revista Qué Pasa.
- Gujarati, Damodar. Porter Dawn. *Econometría*, Quinta Edición, 2009, ISBN 9786071502940. Pág.15 - 28.
- Guía para redacción de *referencias bibliográficas* [en línea]. Santiago, Chile: Universidad de Chile, SISIB, 2002. [consulta: 16-octubre.2009]. Disponible en: <http://www.cybertesis.cl>.
- Hax, Arnaldo. Majluf, Nicolás. Gestión de Empresa con una visión estratégica, 4ª ed. Santiago; Chile: Ediciones Dolmen, 1996. pág. 161-195. ISBN: 9562011623
- Hitt, Michael A. Duane I., R. Hoshisson., Robert. Administración Estratégica, 5ª ed. México: Internacional Thomsom, 2004. pág. 212-235. ISBN: 9706862889.
- Jaque, Liliana. Sanchez, Ximena y Gomez Héctor. Guía para la presentación de referencias bibliográficas de publicaciones impresas y electrónicas. Chile: UTEM, 2003. ISBN: 9567359350.

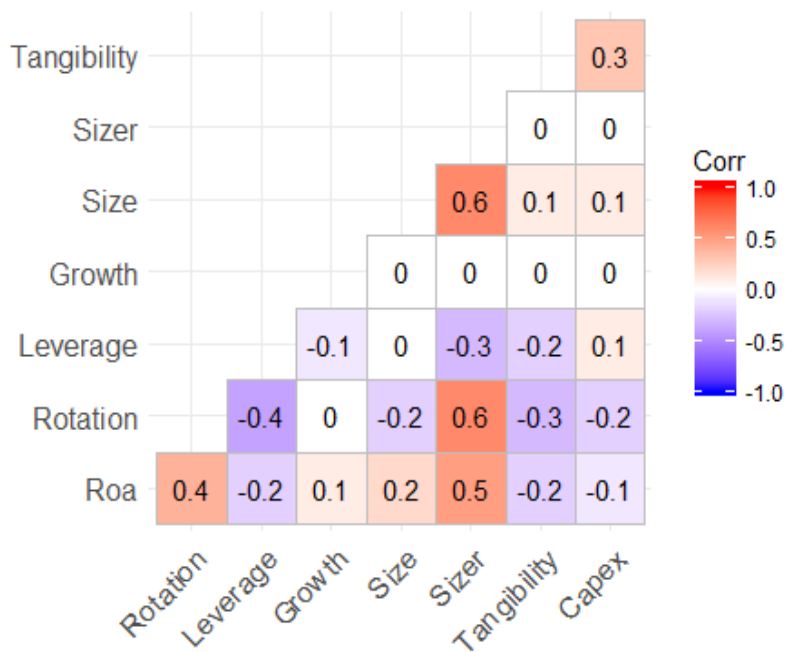
- Johnson, Gerry. Scholes, Kevan. y WHITTINGTON, Richard. Dirección estratégica. 7ª ed. Madrid: Pearson Educación, 2006. pág. 685. ISBN: 8420546186.
- Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, *Teoría y Práctica*, 2009. pág. 49 – 58.
- Martin, Miguel. Mercado de Capitales. 2010. pág. 45 – 50. ISBN: 9789871486281.
- N Ch 1451. Cód. Civil de la Rep. de Chile, Libro cuarto tomo uno. De las obligaciones en Gral. y de los contratos. [Consulta: 21- Abril-2009]. [en línea]. Disponible en: [http://www.paginaschile.cl/biblioteca\\_juridica/codigo\\_civil/libro\\_cuarto.htm](http://www.paginaschile.cl/biblioteca_juridica/codigo_civil/libro_cuarto.htm)
- Pantoja Rivas, Eduardo. Subdirector Servicio de Impuestos Internos. *Información de todas las sociedad anónimas cerradas registradas en SII; Identificadas por su razón social, RUT de empresa Giro Comercial y clasificación por tramos de Ventas*. Solicitud acogida bajo la Ley 20.285 de acceso a la información Pública. Santiago, Chile: 2015 [consulta: 11-Septiembre-2015].
- Porter, Michael: Ventaja competitiva. Creación y sostenimiento de un desempeño superior. 2ª ed. México: CECSA, 2002. pág. 556 p. ISBN: 9702402034.
- Revista Harvard Deusto, Finanzas & Contabilidad N°20903 “Como Financiarse en Mercados alternativos bursátiles”. Referencia N°3465, Julio/Agosto, 2009. 38-47 p. Autor: Ediciones Deusto.
- Revista Harvard Deusto, Finanzas & Contabilidad N° 21375 “Obtención de Liquidez en el Mercado Alternativo Bursátil y el papel del valorador”. Referencia N°3609 Enero, 2010. 32-42 p. Autor: Ediciones Deusto.
- Sitio Web [http://cincodias.com/cincodias/2015/06/04/mercados/1433432512\\_609716.html](http://cincodias.com/cincodias/2015/06/04/mercados/1433432512_609716.html).
- Sitio Web <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>
- Thompon, Arthur A. *Administración estratégica*. Textos y casos. 13ª ed. México: McGraw Hill, 2004. pág. 447. ISBN 9701040554.
- Torres Zuñiga, Jorge. Subdirector Jurídico SII. Información de todas las sociedad anónimas cerradas registradas en SII; Identificadas por su razón social, clasificación por tramos de Ventas. Solicitud acogida bajo el Art. 13 de la Ley 20.285 de acceso a la información Pública. Santiago, Chile: 2013 [consulta: 02-October-2013].
- Van Horne, James. WACHOWICZ, John. *Fundamentos de administración financiera*. 11ª ed. México: Pearson Educación, 2002. pág. 743. ISBN: 9702602386.

## TABLAS DE RESULTADOS

**Tabla 1:** Matriz de correlación de la muestra de empresas listadas



**Tabla 2:** Matriz de correlación de la muestra de empresas no listadas.



**Tabla 3: Determinantes de Salida a Bolsa.**

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
(Intercept)	0.798** (0.253)	1.566*** (0.328)	-0.776 (0.696)	-0.174 (0.812)	-0.624 (0.903)	-0.685 (0.910)	-0.718 (0.925)
Leverage	-1.724*** (0.421)	-2.075*** (0.459)	-1.784*** (0.466)	-1.755*** (0.495)	-1.240* (0.535)	-1.236* (0.535)	-1.330* (0.540)
Tangibility		-1.530*** (0.360)	-1.718*** (0.379)	-1.652*** (0.398)	-1.552*** (0.433)	-1.611*** (0.444)	-1.660*** (0.461)
log(Size)			0.191*** (0.054)	0.145* (0.064)	0.155* (0.069)	0.170* (0.074)	0.176* (0.075)
Growth				0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Capex					0.556 (0.696)	0.478 (0.706)	0.444 (0.706)
Rotation						-0.123 (0.201)	-0.113 (0.203)
ROA							0.192 (0.437)
N	568	550	545	484	455	455	450

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

**Tabla 4: Determinantes de Salida a Bolsa.**

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7
(Intercept)	0.307* (0.147)	1.461*** (0.326)	1.501*** (0.359)	1.220** (0.382)	0.747 (0.979)	0.630 (1.057)	0.671 (1.077)
Tangibility	-1.461*** (0.356)	-1.711*** (0.370)	-1.671*** (0.394)	-1.623*** (0.426)	-1.636*** (0.427)	-1.608*** (0.439)	-1.621*** (0.457)
Leverage		-1.822*** (0.460)	-1.801*** (0.494)	-1.297* (0.538)	-1.309* (0.538)	-1.310* (0.538)	-1.400* (0.544)
Growth			0.000** (0.000)	0.000** (0.000)	0.000* (0.000)	0.000* (0.000)	0.000* (0.000)
Capex				0.430 (0.691)	0.414 (0.692)	0.452 (0.706)	0.439 (0.707)
log(Sizer)					0.040 (0.076)	0.045 (0.078)	0.045 (0.080)
Rotation						0.057 (0.194)	0.071 (0.196)
ROA							0.080 (0.431)
N	545	545	484	455	455	455	450

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

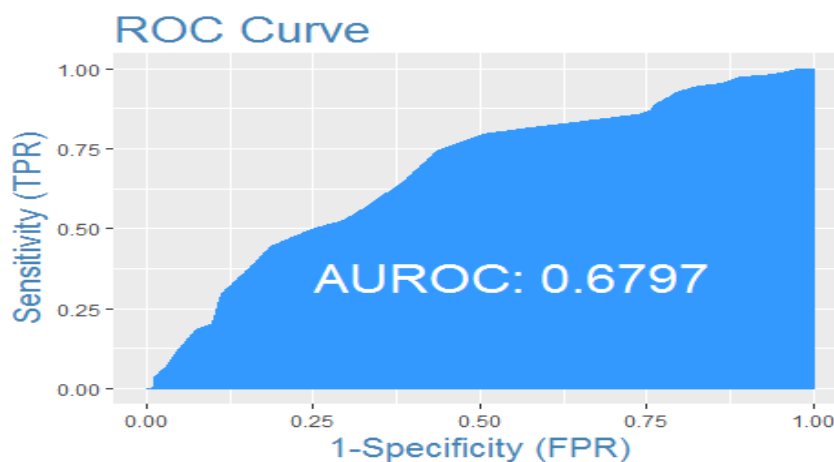
**Tabla 5:** Análisis de regresión logística para toda la muestra de salida a bolsa.

Las odds ratios divulgadas representan el aumento en las probabilidades (es decir, la probabilidad de hacer pública la probabilidad de permanecer privado) cuando la variable independiente correspondiente aumenta en una vez su desviación estándar, a excepción de las variables ficticias INTANG y RETAIL donde representan el aumento en las probabilidades cuando la variable cambia de 0 a 1. Todos los modelos se estiman incluyendo las variables ficticias del año calendario, para las cuales no se informan los coeficientes. \* p <0.1, \*\* p <0.05, \*\*\* p <0.01.

VARIABLE	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	$\alpha$	Odds <sup>1</sup>	$\alpha$	Odds <sup>1</sup>	$\alpha$	Odds <sup>1</sup>	$\alpha$	Odds <sup>1</sup>
INTERCEPT	-10.80***	-	-6.33***	-	-10.10***	-	-6.27***	-
LOGTA	0.743***	(2.481)	-	-	0.669***	(2.306)	-	-
LOGSALES	-	-	0.263***	(1.446)	-	-	0.267***	(1.508)
CAPEX	0.0009	(1.008)	0.0015	(1.014)	0.0026*	(1.031)	0.0030*	(1.035)
GROWTH	0.0012	(1.029)	0.0011	(1.027)	0.0009	(1.023)	0.0008	(1.021)
LEVERAGE	-2.505***	(0.153)	-2.437***	(0.161)	-2.600***	(0.140)	-2.548***	(0.145)
EBITDA/TA	-1.996***	(0.718)	-1.679***	(0.757)	-	-	-	-
OPPR/TA	-	-	-	-	-0.200***	(0.946)	-0.125**	(0.966)
MEDIANMTB	0.468***	(1.658)	0.439***	(1.606)	0.486***	(1.694)	0.447***	(1.624)
INTANG	0.208***	(1.517)	0.285***	(1.768)	0.193***	(1.471)	0.246***	(1.636)
RETAIL	0.319***	(1.892)	0.220**	(1.551)	0.282***	(1.758)	0.214***	(1.533)
IPO = 1	450		449		603		602	
IPO = 0	37,497		37,489		39,636		39,619	
% Concordant	84.3		77.4		83.6		76.9	
Nagelkerke R <sup>2</sup>	20.43%		12.09%		18.24%		11%	

**Tabla 6:** Curvas de ROC

Las curvas de ROC se utilizan para ver qué tan bien su clasificador puede separar casos positivos y negativos (o buenos y malos) e identificar el mejor umbral para separarlos.



0.90-1.00 = Excelente, 0.80-0.90 = Bueno, 0.70-0.80 = Razonable, 0.60-0.70 = Bajo

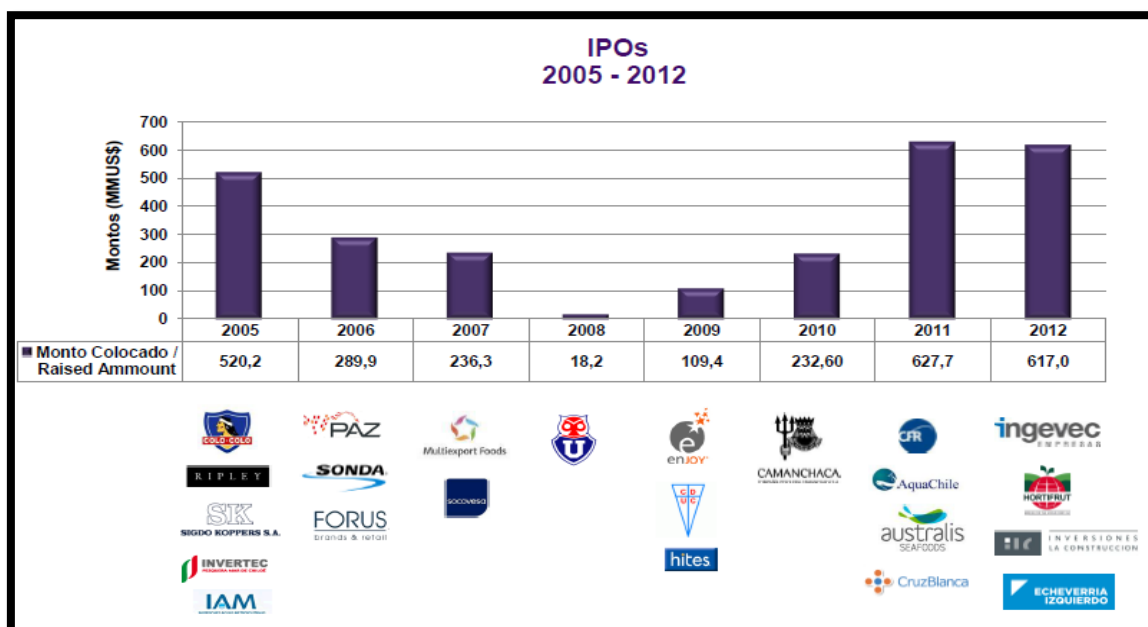
**Tabla 7: Últimas aperturas realizadas desde el año 2000 en adelante.**

Año	Nemotécnico	Fecha Inscripción	Razón Social
2000	N/A	No registra	N/A
2001	N/A	no registra	N/A
2002	CORPBANCA	21-06-2001	Corp Banca
2003	LA POLAR	29-08-2003	Comercial Siglo XXI S.A.
2004	CENCOSUD	12-04-2004	Cencosud S.A.
2004	SALFACORP	24-09-2004	Salfacorp S.A.
2005	COLO COLO	09-06-2005	Blanco y Negro S.A. (sólo serie B)
2005	RIPLEY	06-07-2005	Ripley Corp S.A.
2005	SK	04-10-2005	Sigdo Koppers S.A.
2005	INVERMAR	21-04-2005	Invertex Pesquera Mar de Chiloé S.A.
2005	IAM	16-09-2005	Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.
2006	PAZ	13-10-2006	Paz Corp S.A.
2006	SONDA	23-10-2006	Sonda S.A.
2006	FORUS	16-11-2006	Forus S.A.
2007	MULTIFOODS	03-07-2007	Multiexport Foods S.A.
2007	SOCOVELA	27-09-2007	Socovela S.A.
2008	AZUL AZUL	21-08-2008	Azul Azul S.A.
2009	ENJOY	18-06-2009	Enjoy S.A.
2009	HITES	17-11-2009	Empresas Hites S.A.
2009	CRUZADOS	16-11-2009	Cruzados SADP
2010	CAMANCHACA	18-11-2010	Sociedad Pesquera Camanchaca S.A.
2011	CFR	11-04-2011	CFR Pharmaceuticals S.A.
2011	AQUACHILE	03-05-2011	Empresas Aquachile S.A.
2011	AUSTRALIS	26-05-2011	Australis Seafoods S.A.
2011	BUPA CL (ex CRUZBLANCA)	31-05-2011	Cruz Blanca Salud S.A.
2012	INGEVEC	21-06-2011	Ingevec S.A.
2012	ESSAL-B	27-09-2011	Empresa de Servicios Sanitarios de Los Lagos S.A.
2012	HF	03-07-2012	Hortifrut S.A.
2012	ILC	29-06-2012	Inversiones La Construcción S.A.
2012	EISA	17-07-2012	Echeverría, Izquierdo S.A.
2013	MOLLER	07-03-2013	Empresa Constructora Moller & Pérez-Cotapos S.A.
2014	N/A	No registra	N/A
2015	N/A	No registra	N/A
2016	SMU, LIPIGAS, SUTIL Y CENTROS DE CENCOSUD	2016-a la Fecha	SMU, LIPIGAS, SUTIL Y CENTROS DE CENCOSUD

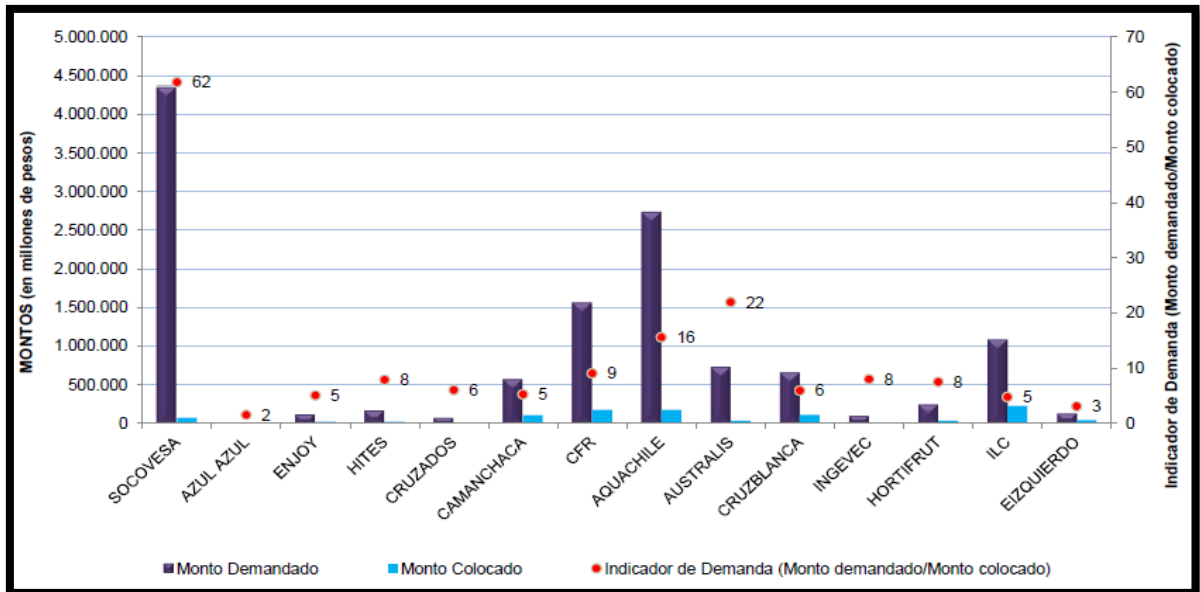
**Tabla 8:** Resumen de precios iniciales de las IPOs.

Nemotécnico	Año IPO	Sector	Porcentaje colocación	Monto recaudado (MMUSD)	Precio colocación (USD)	Preciocierre día (USD)	Precio cierre 1 semana (USD)	Precio cierre 52 semanas (USD)
SOCOVESA	2007	Const.&Inmob.	25%	\$ 139,6	\$ 0,53	14%	10%	-62%
AZUL AZUL	2008	Club de Fútbol	56%	\$ 18,2	\$ 0,92	-19%	-4%	-9%
ENJOY	2009	Entretención	43%	\$ 42,8	\$ 0,09	-1%	-0,1%	29%
HITES	2009	Retail	30%	\$ 42,7	\$ 0,41	5%	8%	212%
CRUZADOS	2009	Club de Fútbol	67%	\$ 23,9	\$ 0,60	9%	5%	3%
CAMANCHACA	2010	Salmón	30%	\$ 224,3	\$ 0,17	-1%	-5%	-29%
CFR	2011	Salud	21%	\$ 373,0	\$ 0,18	13%	24%	36%
AQUACHILE	2011	Salmón	36%	\$ 371,6	\$ 0,96	5%	1%	-18%
AUSTRALIS	2011	Salmón	13%	\$ 71,2	\$ 0,40	1%	-1%	-6%
CRUZBLANCA	2011	Salud	25%	\$ 235,2	\$ 1,06	-0,4%	-1%	-2%
INGEVEC	2012	Const.&Inmob.	29%	\$ 27	\$ 0,10	9,3%	11%	6%
HORTIFRUT	2012	Consumo	29%	\$ 67,6	\$ 0,65	-2,5%	-3%	-
ILC	2012	Inversiones	33%	\$ 463,0	\$ 14,40	2,5%	4%	-
EIZQUIERDO	2012	Const.&Inmob.	25%	\$ 86,0	\$ 0,57	-0,7%	-	-
			Promedio ponderado 33%	Promedio US \$ 156,1	Promedio US \$ 1,5	Promedio 2,5%	Promedio 3,7%	Promedio 15,1%

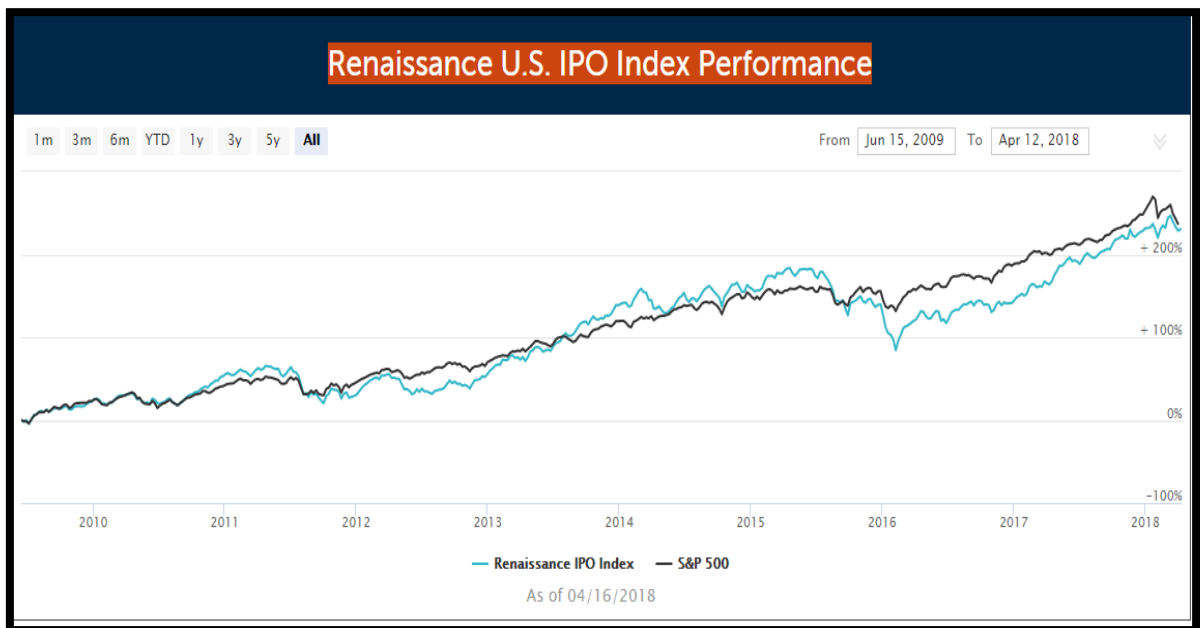
**Tabla 9:** Nuevos listados y montos levantados en las últimas IPOs.



**Tabla 10:** El mercado ha demandado en promedio hasta 12 veces el monto colocado.



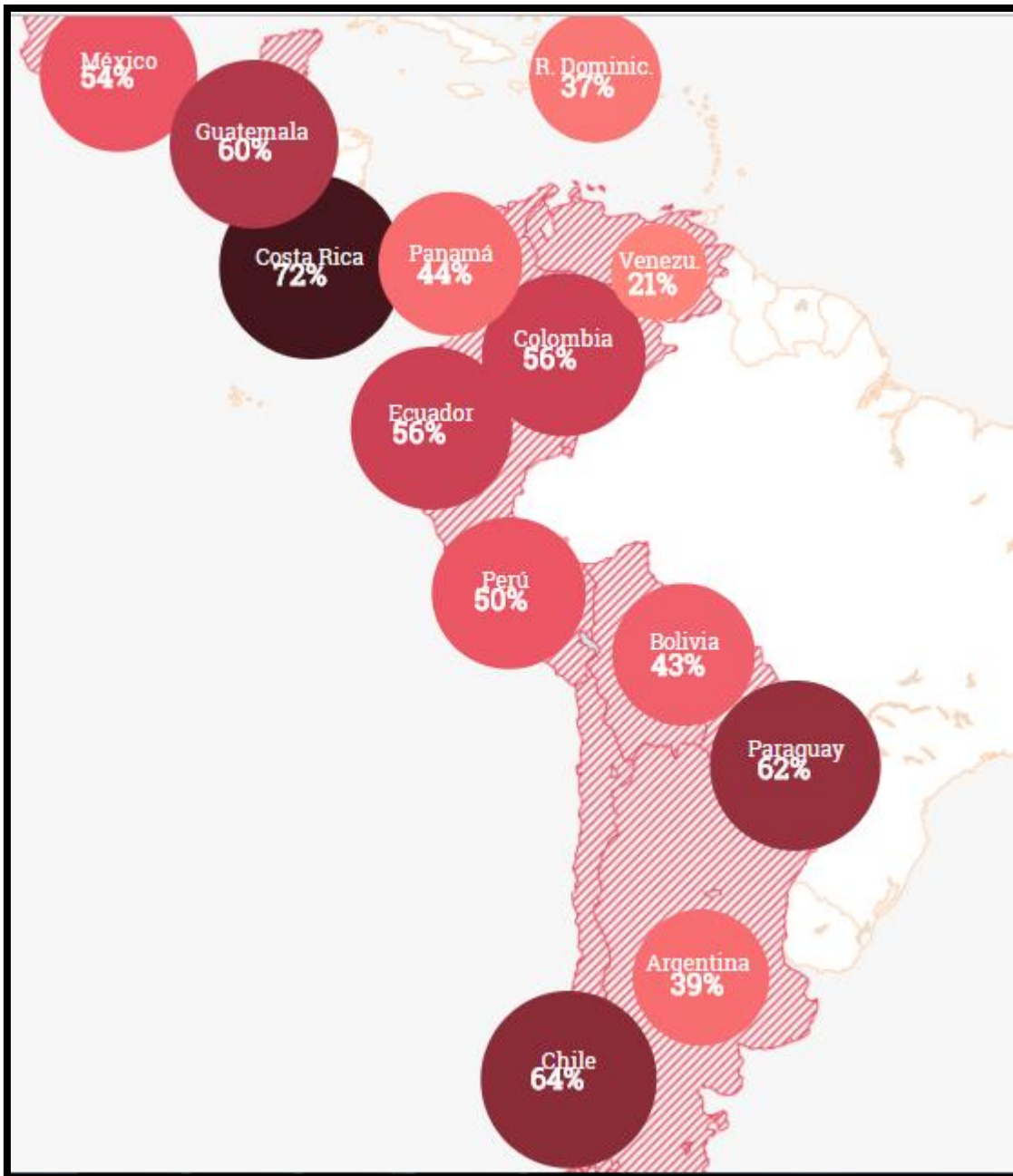
**Tabla 11:** Desempeño del índice IPO de los EE. UU. de Renaissance.





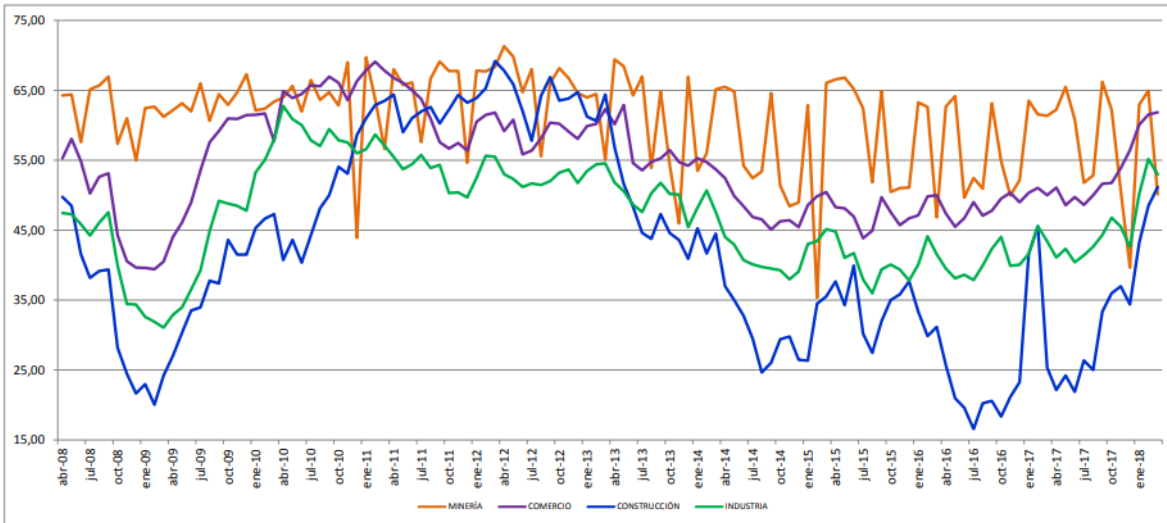
**Tabla 12:** Índice de transparencia legislativa 2016.

Este Índice tiene como objetivo sistematizar y analizar información relevante sobre los poderes legistavos y monitoriar las tareas que desempeñan desde la perspectiva de la transparencia y el acceso a la información pública desde una perpestiva ciudadana.



**Tabla 13:** Indicador Mensual de confianza Empresarial<sup>9</sup>.

El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) alcanzó este mes un nivel de 54,34 puntos; 3,04 puntos bajo el mes pasado, ubicando a las expectativas empresariales globales en un nivel optimista. Todos los sectores presentan signos de optimismo:



<sup>9</sup> ICARE, IMCE correspondiente al informe marzo 2018.