



## DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS MEXICANAS DESPUÉS DE UNA OFERTA PÚBLICA INICIAL DE ACCIONES

<sup>1</sup> Fernández-Benítez, Manuel Heriberto, <sup>2</sup> Rodríguez-García, Martha del Pilar, & <sup>3</sup> Cortez-Alejandro, Klender Aimer.

*FACPYA, UANL.*

*fernandezgranamosmanuel@gmail.com, Bambú 409 Arboledas de Santo Domingo, San Nicolás, Nuevo León, México, 83820466*

*Fecha de envío: 02/Mayo/2016*

*Fecha de aceptación: 16/Mayo/2016*

### Resumen

Una de las decisiones más importantes que determinan el éxito o fracaso de la empresa es la manera en que se financiarán los diversos proyectos de la compañía. Las formas de financiamiento se dividen en dos grupos: deuda y capital. La interrogante es si esta decisión permitirá a la compañía alcanzar sus objetivos y mejorar su desempeño operativo y financiero, o si de lo contrario esta acción interrumpirá su crecimiento al hacer a la compañía más lenta o burocrática. La presente investigación determinó empíricamente si la decisión que tomaron las empresas mexicanas en los últimos años de salir a bolsa ha sido un acierto o error.

Palabras clave: OPI, desempeño financiero.

## **Introducción**

### **¿Qué es una Oferta Pública Inicial?**

La Ley del Mercado de Valores en su artículo 2do., define que una Oferta Pública:

“Es el ofrecimiento, con o sin precio, que se haga en territorio nacional a través de medios masivos de comunicación y a persona indeterminada, para suscribir, adquirir, enajenar o transmitir valores, por cualquier título. También se considerará Oferta Pública al ofrecimiento que se realice en términos del párrafo anterior, dirigido a ciertas clases de inversionistas”. (Ley del Mercado de Valores, 2015).

Es importante hacer hincapié que una Oferta Pública Inicial de Acciones (OPI) es diferente de las llamadas SEO (*Seasoned Equity Offering*, conocidas también como “Ofertas Secundarias”). Si bien ambas involucran dar entrada a acciones nuevas en el mercado, las SEO “son emisiones de acciones donde las *securities* de las compañías han sido previamente emitidas” (Ross, Westerfield y Jeffrey, 2010, p. 616).

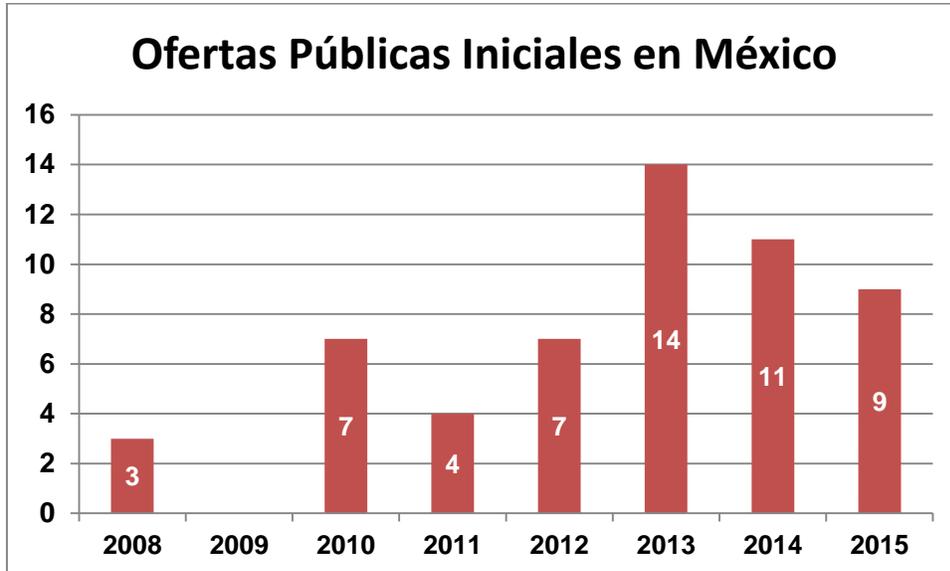
Gitman (2007) menciona que una empresa que toma la decisión de recabar capital a través de bolsa, cuenta con tres opciones al momento de lanzar su oferta accionaria:

1. Una oferta pública en la que ofrece sus acciones en venta al público en general.
2. Una oferta de derechos, en la que las nuevas acciones se venden a los accionistas existentes.
3. Una colocación privada, en la que la empresa vende nuevos títulos directamente a un inversionista o grupo de inversionistas.

### **La actividad de las OPI's en México.**

En los últimos cinco años las OPI's han presentado muy poca actividad en México. En la siguiente tabla presentamos las emisiones en bolsa que han tenido lugar desde el 2008 hasta el 2015.

Tabla 1: Ofertas Públicas Iniciales en México.



Elaboración propia, con datos de Bloomberg. Nota: Incluye todas las empresas listadas por primera vez en Bolsa. Al cierre de diciembre 2015.

De acuerdo al artículo periodístico de Ramírez (2014), en México cotizaban en la Bolsa Mexicana de Valores un total de 140 empresas, mientras que en países como Brasil el número ascendía a 500 empresas siendo ésta una diferencia notable. Así mismo, si este número se compara con las cerca de 3 mil compañías que cotizan en las distintas bolsas de Estados Unidos, denota la gran diferencia que existe en el desarrollo e inclusión de los mercados financieros de los distintos países. El artículo agrega que el marco regulatorio ha jugado un papel preponderante para limitar a las empresas a buscar el financiamiento en los mercados bursátiles. Por otro lado, Sánchez (2015) en su artículo para el diario electrónico El Financiero, recabó -con datos de la BMV- la distribución por estados de las 135 empresas que cotizan en Bolsa:

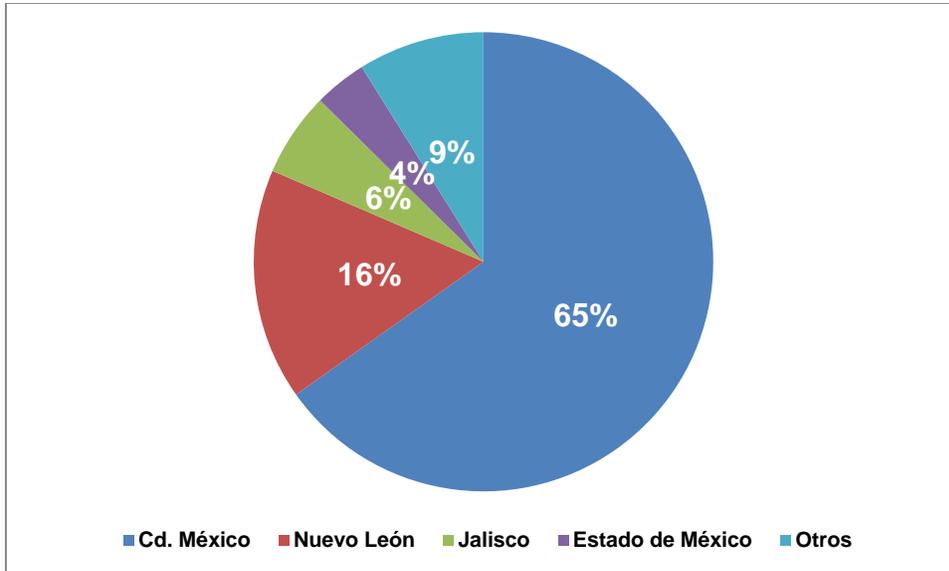


Figura 1: Distribución de empresas mexicanas por estados, cuyas acciones se encuentran listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Elaboración propia con datos recabados por El Financiero.

El artículo destaca la incongruencia que estados como Veracruz (el cual aporta cerca del 5 por ciento al PIB nacional) así como Guerrero, Sonora, Quintana Roo e incluso Querétaro (estado que en los últimos años ha tenido un crecimiento notable), no cuenten con empresas listadas en Bolsa. Especialistas citados por El Financiero explicaron que este fenómeno se debe a la falta de cultura financiera entre las compañías del país (Sánchez 2015).

Otra de las posibles causas para que la cantidad de empresas que cotizan en la BMV sea pequeña en proporción a otros países, es el costo que conlleva salir a bolsa. De acuerdo a Allison, Hall y McShea (2008) al iniciar el proceso de colocación de acciones y antes de tomar la decisión final, es requisito primordial que las empresas realicen un análisis costo-beneficio. El análisis de costos no solo debe incluir aquellos que están relacionados al proceso *per sé* del debut en bolsa, sino también a los costos de cumplimiento regulatorio posterior a la emisión. Por ejemplo, Liaw (1999) menciona que para una emisión de 150 millones de USD, los costos pueden llegar a ser tan altos como el 10% del resultante de la emisión.

El diario El Economista menciona que en México los costos ascienden alrededor del 3% al 7% de lo que se busca recabar, siendo el gasto más fuerte la comisión que cobra el líder colocador (Huerta 2015).

## **Marco Teórico**

### **Ventajas y desventajas de salir a bolsa**

De acuerdo a Allison et al. (2008) algunas de las ventajas y desventajas que conlleva salir a bolsa son:

#### Ventajas

- Adquisición de una importante cantidad de efectivo para el crecimiento de la compañía.
- Acceso a recabar más dinero de manera más rápida por el prestigio inherente a cotizar en bolsa.
- Mayores y mejores niveles de liquidez.
- Utilización de programa de acciones para incentivar al personal, además de usarse como medio de compensación a colaboradores.
- Creación de riqueza para los accionistas fundadores.
- Crecimiento en la reputación de la compañía.
- Incremento del valor del mercado.
- Oportunidad de la compañía de utilizar sus acciones como “moneda” para adquirir activos o incluso otras acciones de otra compañía.

#### Desventajas

- El cumplimiento de regulación externa, así como el constante escrutinio de parte del público inversionista, reduce la flexibilidad de la

administración, además de que puede proveer a la compañía de información valiosa que ésta pudiera aprovechar.

- Incremento en recursos humanos y de capital empleados para ejecutar la OPI.
- Presiones para la alta administración por cumplir metas anuales y/o trimestrales. Esta presión pudiera generar los llamados “costos de agencia”.
- Alto riesgo de demandas por incumplimiento al personal.
- Distracción por parte de la Administración en el tiempo en que se orquesta la OPI.
- Complejas estructuras de gobierno corporativo.
- Dilución de la posesión sobre la empresa de los accionistas fundadores.
- Restricciones interpuestas en contratos con terceros.
- Riesgo de ofertas de compra hostiles.

### **¿Por qué las empresas deciden salir a bolsa?**

La teoría indica, en relación a las razones que tienen las empresas para salir a bolsa, que existen cuatro motivantes principales. En el primer motivante, basado en Scott (1976) y Modigliani y Miller (1963) se argumenta que las empresas conducen una oferta pública cuando el capital externo permitirá minimizar su costo de capital.

El segundo motivante, de acuerdo a Zingales (1995) y Mello y Parson (2000) es el permitir a los accionistas fundadores hacer caja con las acciones que se pondrán en circulación. Así mismo, Brau y Fawcett (2004) demuestran que los tenedores originales de acciones venden de manera oportuna sus acciones cuando de acuerdo a su propia valuación el precio es alto.

El tercer motivante indica que las OPI facilitan la actividad de Fusiones y Adquisiciones. Zingales (1995) argumenta que una OPI puede servir como un método para obtener un precio jugoso al vender a la compañía. Brau y Fawcett (2004) concuerdan en lo mencionado anteriormente, ya que de acuerdo a los resultados de su encuesta a 336 Directores Financieros (CFO's) obtuvieron que las acciones pueden ser consideradas como una "moneda" de cambio, particularmente utilizadas en fusiones y adquisiciones.

Por último, el cuarto motivante indica que las OPI pueden servir como un movimiento estratégico. Maksimovic y Pichler (2001) proponen que se incrementa la reputación de las compañías, lo que permite a su vez que las ventas y, por ende las utilidades, puedan crecer en consecuencia.

Por otro lado, Pagano et al. (1998) comenta que en el caso de las compañías italianas se redujo el costo de los créditos bancarios después de las OPI, ya que esto les daba mayor espacio para negociar las condiciones con los bancos. Así mismo agregan que el mayor beneficio encontrado en su estudio es el de tener acceso a fuentes de financiamiento alternativas a los mismos bancos. Brau y Fawcett (2004) complementan los hallazgos de su investigación cuestionando a los CFO de empresas que han decidido no salir a bolsa, la razón de esta decisión. En primer lugar encontraron que los "insiders" ni siquiera consideraban seriamente salir a bolsa. Se encontró además que para los socios fundadores es de vital importancia seguir manteniendo el control de la compañía. No es fácil para muchos fundadores saber que ampliar el capital trae como consecuencia la pérdida de poder de decisión e influencia dentro de la compañía.

### **Timing.**

Otra de las condiciones que considera la alta administración y que también es un motivante para la emisión de acciones, es el tiempo (*timing*, cuándo) en el que se pretende salir a bolsa. La administración debe calcular de manera cuidadosa cuál es el mejor momento en que sus acciones serán bien recibidas por el mercado.

Loughran (como se citó en Meluzin et al 2012), encontró una relación positiva entre el número de OPIs y el nivel en los precios de las acciones. Meluzin, Zinecker y Meluzinova (2012) sugiere además que un número alto de OPIs están correlacionadas positivamente tanto con los altos niveles accionarios y las buenas condiciones de negocio imperantes. Rydqvist y Högholm (1995) encontraron que “la mayoría de las actividades de hacer públicas a las empresas (entiéndase el proceso de una OPI) tuvieron lugar después de un excepcional incremento en el precio de las acciones, y también que el ir a bolsa no está relacionado con el ciclo del negocio”. Sin embargo no podemos dejar de mencionar que también se han realizado estudios que no encuentran relación entre *timing* y OPI's. La hipótesis de Breinlinger y Glogova (2003) de que el cambio en el PIB y las tasas de interés imperantes afectaban directamente la actividad de las OPIs, no encontró apoyo en evidencia empírica. Ameer (como se citó en Meluzin et al. 2012) indica que hay una relación negativa entre las tasas de interés y el número de OPIs.

## **Desempeño financiero de las compañías después de la OPI.**

Diversos estudios han tomado como referencia el investigar en particular el comportamiento del ROA después de que la empresa ha realizado su OPI. Jain y Kini (1994) encontraron un descenso constante en el ROA de las empresas no solo después que se realiza la Oferta Pública Inicial de Acciones, sino incluso desde un año previo a la emisión. Kenneth, Pattanaporn y John (2004) también encontraron un declive en el ROA de hasta un 70 por ciento en las empresas Tailandesas después de salir a bolsa. Cai y Wei (1997) en el mercado japonés y Pagano et al (1998) concuerdan también en que el indicador ROA para las empresas que salen a bolsa tiende a declinar.

Alanazi, Liu y Fosterl (2011) después de estudiar el comportamiento financiero después de emitir acciones de las empresas saudíes incluyen las posibles explicaciones para el declive en el indicador ROA en los años posteriores en que las empresas emitieron acciones. En su investigación, revisaron la correlación que existía entre las siguientes razones que se atribuyeron al declive en el desempeño financiero, las cuales fueron:

- El porcentaje en que los dueños originales seguían manteniendo después de la oferta pública inicial (costos de agencia).
- Edad y tamaño de la empresa.
- Gastos de inversión.
- Ventas realizadas.

Finalmente llegaron a la conclusión que la edad de las empresas al momento de emitir acciones es el factor que tiene un mayor impacto significativo con el desempeño financiero.

Otro indicador que es utilizado para medir el desempeño de la compañía es el precio de la acción. Tal como lo describe Damodaran (2014) en teoría el precio de la acción es la valoración

actual que hacen los inversionistas de los flujos esperados en el futuro; es decir, si los proyectos futuros de la compañía, así como su mercado objetivo y otras variables sufren afectaciones, el nivel de flujos esperado cambiará, lo que en consecuencia hará que también lo haga el precio de la acción. Respecto a las nuevas acciones que se emiten, diversos trabajos concuerdan que al momento de salir a bolsa, las acciones lo hacen a un precio menor a su valor razonable. Rodríguez, Treviño y Cortez (2008) definen este suceso como “underpricing”, porque describe la cantidad adicional de dinero el cual podría ser incrementado por el emisor si el precio de oferta hubiera sido establecido en su nivel apropiado. Loughram y Ritter (2002) mencionan que las empresas realizan de forma deliberada el “underpricing”.

Aggarwal, Leal y Hernández (1993) encontraron que los rendimientos en las acciones emitidas con motivo de Ofertas Públicas Iniciales, tienen un rendimiento muy alto en el corto plazo, pero este va decayendo hasta llegar a presentar pérdidas. Ellos encontraron en su estudio que en el día inicial de cotizaciones, las acciones emitidas en Brasil, Chile y México ganaron 78.5%, 16.7% y 2.8% respectivamente. Sin embargo, después de tres años, el rendimiento que presentaban era -47.0% en Brasil, -23.7% para Chile; en México, el rendimiento un año después cayó a -19.6%.

## MÉTODO

### Muestreo y recopilación de datos secundarios

La información fue recopilada a través de los siguientes pasos:

- El periodo que se determinó analizar fue del 2008 al 2013.
- Se extrajo de Bloomberg el listado de todas las empresas mexicanas que han realizado una Oferta Pública Inicial de Acciones. En la Tabla 2 se presentan todas las compañías que durante el periodo 2008 – 2016 realizaron el anuncio que cotizarían en Bolsa. También se incluyen las empresas que finalmente pospusieron o cancelaron su Oferta Pública Inicial.
- Se determinó no tomar en cuenta a las FIBRAS, ni empresas extranjeras.
- La información financiera de cada compañía, se obtuvo a través de sus respectivos portales electrónicos.
- En el análisis para determinar si existe el underpricing, se determinó utilizar el precio utilizado por las empresas en el anuncio de su Oferta Pública Inicial. Esto, con la finalidad de entender el underpricing desde el punto de vista del valor que percibe la compañía de sí misma.
- A través del portal web <http://es-us.finanzas.yahoo.com/> se obtuvo el historial del precio de la acción de cada compañía.
- No fue posible obtener los datos del cierre del día de inicio de operaciones de la acción en la bolsa de todas las compañías, por lo que se tomaron los datos del cierre del mes inmediato posterior a la emisión de acciones.

Tabla 2: Empresas que realizaron Ofertas Públicas Iniciales durante el periodo 2008 - 2016

Año Anuncio	Emisor	Monto de oferta*	Estatus Actual	Acción	Precio de oferta
-------------	--------	------------------	----------------	--------	------------------

2008	Fresnillo PLC	18,941.3	Trading	555.0
2008	Genomma Lab Internacional SAB	5,628.8	Trading	16.0
2008	Bolsa Mexicana de Valores SAB	3,613.3	Trading	16.5
2010	Grupo Comercial Chedraui SA de	4,549.0	Trading	34.0
2010	Corporativo Tres Marias SAPIB	1,000.0	Withdrawn	0.0
2010	Proteak Uno SAB de CV	790.3	Trading	10.3
2010	Grupo Sports World SAB de CV	775.2	Trading	16.0
2010	Arrachera House SAPIB de CV	488.9	Withdrawn	0.0
2010	OHL Mexico SAB de CV	9,735.6	Trading	25.0
2010	Corp Actinver SAB de CV	842.6	Trading	10.8
2011	Grupo Aeromexico SAB de CV	3,383.4	Trading	31.0
2011	Banregio Grupo Financiero SAB	2,212.6	Trading	32.0
2011	Fibra Uno Administracion SA de	3,583.7	Trading	19.5
2011	ABC Aerolineas SA de CV	0.0	Withdrawn	0.0
2012	Corp Inmobiliaria Vesta SAB de	3,775.7	Trading	19.0
2012	Macquarie Mexico Real Estate M	12,796.4	Trading	25.0
2012	Concentradora Fibra Hotelera M	4,136.8	Trading	18.5
2012	Alpek SAB de CV	10,444.4	Trading	27.5
2012	Credito Real SAB de CV SOFOM E	2,222.6	Trading	22.0
2012	Asesor de Activos Prisma SAPI	3,799.7	Trading	18.5
2012	Stone Boat Mining Corp	0.3	Withdrawn	0.0
2013	Controladora Vuela Cia de Avia	5,132.9	Trading	12.0
2013	Controladora Vuela Cia de Avia	1,105.7	Trading	15.5
2013	Grupo Hotelero Santa Fe SAB de	750.0	Trading	10.0
2013	PLA Administradora Industrial	8,904.4	Trading	28.0
2013	Grupo Sanborns SAB de CV	11,348.6	Trading	28.0
2013	Fibra Shop Portafolios Inmobil	4,753.3	Trading	17.5
2013	Prologis Property Mexico SA de	7,796.8	Trading	27.0
2013	Madison Ventures Inc	2.3	Trading	0.0
2013	Hoteles City Express SAB de CV	2,535.3	Trading	24.0
2013	Grupo Lala SAB de CV	14,055.5	Trading	27.5
2013	Concentradora Fibra Danhos SA	5,454.9	Trading	26.0
2013	Infraestructura Energetica Nov	7,415.7	Trading	34.0
2013	Administradora Sendero SA de C	5,738.8	Withdrawn	0.0
2013	Mascota Resources Corp	0.2	Trading	0.0
2014	Promotora y Operadora de Infra	8,499.6	Trading	172.0

2014	Fibra MTY SAPI de CV	1,750.0	Trading	12.0
2014	Office Depot de Mexico SA de C	4,560.9	Withdrawn	0.0
2014	Grupo Rotoplas SAB de CV	4,182.3	Trading	29.0
2014	Grupo Viva Aerobus SAB de CV	2,456.5	Withdrawn	0.0
2014	Elementia SAB de CV	3,929.6	Trading	17.0
2014	Oaxaca Resources Corp	0.2	Trading	0.0
2014	FHIPOS Controladora SAPI de CV	0.0	Postponed	0.0
2014	Concentradora Hipotecaria SAPI	7,500.0	Trading	25.0
2014	Nogales Resources Corp	0.2	Trading	0.0
2014	Canso Enterprises Ltd	3.3	Pending	0.0
2015	FM Rail Holding SA de CV	0.0	Pending	0.0
2015	Nemak SAB de CV	11,896.7	Trading	20.0
2015	Servicios Corporativos Javer S	1,801.2	Trading	19.0
2015	Corpovael SA de CV	2,407.0	Trading	18.0
2015	RLH Properties SAPIB de CV	0.0	Pending	0.0
2015	Grupo GICSA SA de CV	6,607.6	Trading	17.0
2015	FIBRA HD Servicios SC	1,476.9	Trading	10.0
2015	MILATRC 15	0.1	Withdrawn	0.0
2015	Unifin Financiera SAB de CV SO	3,348.8	Trading	28.0
2016	MILATRC 16	0.1	Pending	13.7

\* Cifras en millones de pesos

## ROA

La información obtenida se procesó de la siguiente manera:

- Se obtuvo la información financiera de las compañías de sus respectivos portales en internet.

- El indicador ROA se obtuvo al dividir

Utilidad Neta / Activos Totales

- La información la dividimos en tres periodos de tiempo: a) un año antes de la emisión (t-1); b) el año de la emisión (t); c) un año después de la emisión (t+1).

- No fue posible obtener el ROA de la empresa OHL en el t-1.

- Finalmente se corroboraron los resultados de la investigación mediante la Prueba t para medias y la Prueba f para desviaciones estándar.

La información se puede consultar en la siguiente tabla (Tabla 3)

Tabla 3: ROA por compañías.

EMISORA	AÑO OPI	ROA T-1	ROA T	ROA T+1	VAR T+1 vs T-1
Bolsa Mexicana de Valores SAB de CV	2008	9.01%	-1.94%	9.10%	0.98%
Genomma Lab Internacional SAB de CV	2008	25.54%	18.06%	17.93%	-29.81%
Corporacion ACTINVER SAB de CV	2010	0.99%	1.56%	1.13%	14.07%
Grupo Comercial CHEDRAUI SAB de CV	2010	5.26%	4.26%	4.08%	-22.43%
Grupo Sports World SAB de CV	2010	0.39%	4.31%	5.38%	1298.06%
HOLDING MONEX, SAB de CV	2010	3.80%	2.90%	2.07%	-45.61%
OHL Mexico SAB de CV	2010		5.69%	6.00%	
PROTEAK Uno SAB de CV	2010	-23.37%	-1.32%	-1.46%	-93.74%
BANREGIO Grupo Financiero SAB de CV	2011	1.30%	1.60%	1.53%	17.56%
Grupo Aeromexico SAB de CV	2011	17.27%	7.69%	4.69%	-72.82%
Inmuebles CARSO SAB de CV	2011	3.79%	5.59%	4.00%	5.53%
Minera FRISCO SAB de CV	2011	16.13%	13.34%	6.77%	-58.03%
ALPEK SAB de CV	2012	7.12%	7.10%	1.56%	-78.12%
Corporacion Inmobiliaria VESTA SAB de CV	2012	2.81%	4.53%	7.32%	161.07%
Credito Real SAB de CV, SOFOM, ER	2012	4.97%	5.60%	6.65%	33.60%
Controladora Vuela Compañía de Aviacion SAB de CV	2013	3.56%	3.16%	6.11%	71.57%
GRUPO LALA SAB de CV	2013	6.13%	10.71%	10.41%	69.89%
Grupo Sanborns SAB de CV	2013	10.57%	8.99%	7.96%	-24.66%
Hoteles City Express SAB de CV	2013	0.48%	1.13%	1.44%	201.50%
InfraestructuraEnergética Nova SAB de CV	2013	7.76%	4.39%	4.05%	-47.78%
<b>Promedio</b>		<b>5.45%</b>	<b>5.37%</b>	<b>5.34%</b>	<b>73.73%</b>
<b>Desviación estándar</b>		<b>9.29%</b>	<b>4.66%</b>	<b>4.11%</b>	

Es importante indicar que el análisis del desempeño financiero se centrará en el ROA buscando que las comparaciones contra los resultados obtenidos por Jain y Kini (1994), Kenneth, Pattanaporn y John (2004) y de Alanazi, Liu y Fosterl (2011) sean lo más objetivas posibles.

## ACCIONES

La información obtenida se procesó de la siguiente manera:

- Se recabó de Bloomberg el precio por acción que cada compañía valuó su acción.
- Se obtuvo de Yahoo Finanzas los precios de la acción del mes inmediato posterior a la emisión, así como al cierre del año inmediato posterior, para finalmente concluir con el precio al cierre del 17 de marzo de 2016.
- No fue posible contar con información de las siguientes emisoras: PROTEAK, IMUEBLES CARSO, CRÉDITO REAL, GRUPO SANBORNS, HOTELES CITY EXPRESS.
- Se utilizó la siguiente fórmula de variación:

$(\text{Precio } t - \text{Precio } t-1) / \text{Precio } t-1$

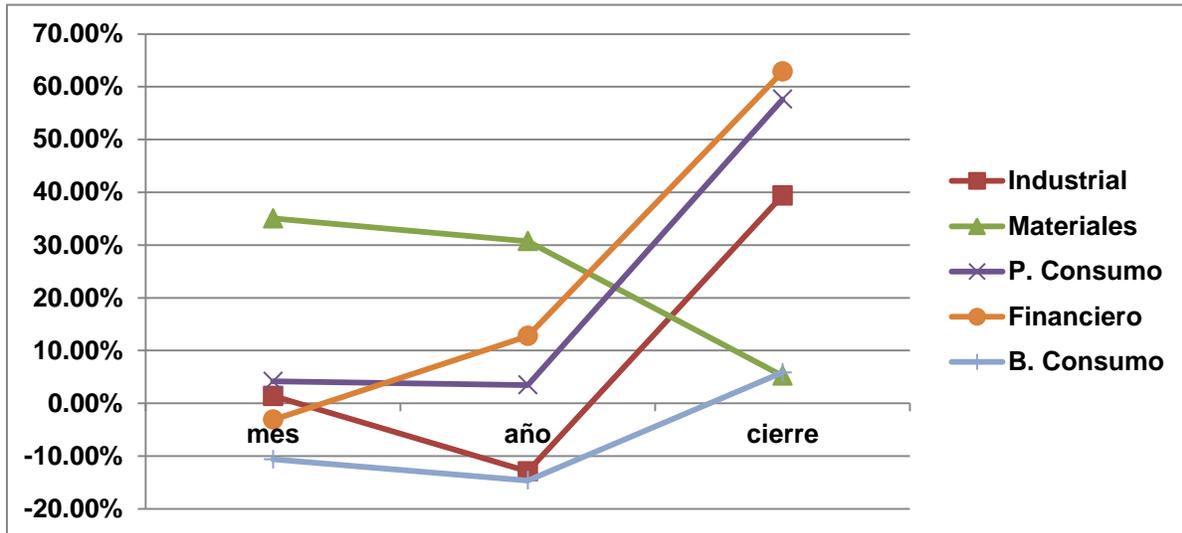
Tabla 4: Precio de acciones por emisora

<b>EMISORA</b>	<b>PRECIO INICIAL ACCIÓN</b>	<b>PRECIO 1 MES DSPS</b>	<b>PRECIO 1 AÑO DSPS</b>	<b>PRECIO AL 17/03/16</b>
Bolsa Mexicana de Valores SAB de CV	16.50	14.55	15.36	27.6
Genomma Lab Internacional SAB de CV	16.00	15.90	28.79	12.1
Corporación ACTINVER SAB de CV	10.75	10.85	11	13.1
Grupo Comercial CHEDRAUI SAB de CV	34.00	35.00	35.2	53.5
Grupo Sports World SAB de CV	16.00	14.30	11.8	20.0
HOLDING MONEX, SAB de CV	17.12	17.28	15.89	10.0
OHL México SAB de CV	25.00	24.88	21.5	26.8
PROTEAK Uno SAB de CV	10.25	12.90	11.41	18.9
BANREGIO Grupo Financiero SAB de CV	32.00	31.20	58.9	96.6
Grupo Aeroméxico SAB de CV	31.00	28.98	19.3	40.8
Minera FRISCO SAB de CV	31.49	52.04	54.44	
ALPEK SAB de CV	27.50	28.82	29.69	11.1
Corporación Inmobiliaria VESTA SAB de CV	19.00	19.00	22.74	26.4
Crédito Real SAB de CV, SOFOM, ER	22.00	20.79	20.12	26.2
Controladora Vuela Compañía de Aviación SAB de CV	15.51	17.45	13.24	36.3
GRUPO LALA SAB de CV	27.50	28.98	28.43	35.9
Grupo Sanborns SAB de CV	28.00	28.03	22.98	43.4
Hoteles City Express SAB de CV	24.00	22.60	23.28	24.9
Infraestructura Energética Nova SAB de CV	34.00	38.66	73.8	20.8

Tabla 5: Rendimiento por emisora

<b>EMISORA</b>	<b>VAR (1 mes después)</b>	<b>VAR (1 año después)</b>	<b>VAR (al 17 mar 16)</b>
Bolsa Mexicana de Valores SAB de CV	-11.8%	-6.9%	67.0%
Genomma Lab Internacional SAB de CV	-0.6%	79.9%	-24.7%
Corporacion ACTINVER SAB de CV	0.9%	2.3%	22.1%
Grupo Comercial CHEDRAUI SAB de CV	2.9%	3.5%	57.3%
Grupo Sports World SAB de CV	-10.6%	-26.3%	24.9%
HOLDING MONEX, SAB de CV	0.9%	-7.2%	-41.5%
OHL Mexico SAB de CV	-0.5%	-14.0%	7.1%
PROTEAK Uno SAB de CV	25.8%	11.3%	84.4%
BANREGIO Grupo Financiero SAB de CV	-2.5%	84.1%	202.0%
Grupo Aeromexico SAB de CV	-6.5%	-37.7%	31.5%
Minera FRISCO SAB de CV	65.3%	72.9%	-100.0%
ALPEK SAB de CV	4.8%	8.0%	-59.7%
Corporacion Inmobiliaria VESTA SAB de CV	0.0%	19.7%	39.1%
Credito Real SAB de CV, SOFOM, ER	-5.5%	-8.5%	19.3%
Controladora Vuela Compañía de Aviacion SAB de CV	12.5%	-14.6%	133.8%
GRUPO LALA SAB de CV	5.4%	3.4%	30.5%
Grupo Sanborns SAB de CV	0.1%	-17.9%	55.1%
Hoteles City Express SAB de CV	-5.8%	-3.0%	3.7%
InfraestructuraEnergética Nova SAB de CV	13.7%	117.1%	-38.8%
<b>MEDIA</b>	<b>4.66%</b>	<b>14.00%</b>	<b>27.00%</b>
<b>DESV</b>	<b>17.1%</b>	<b>42.4%</b>	<b>68.8%</b>

Figura 3: Rendimiento de las acciones por sectores correspondientes a las empresas que emitieron acciones por primera vez en el periodo 2008 - 2013



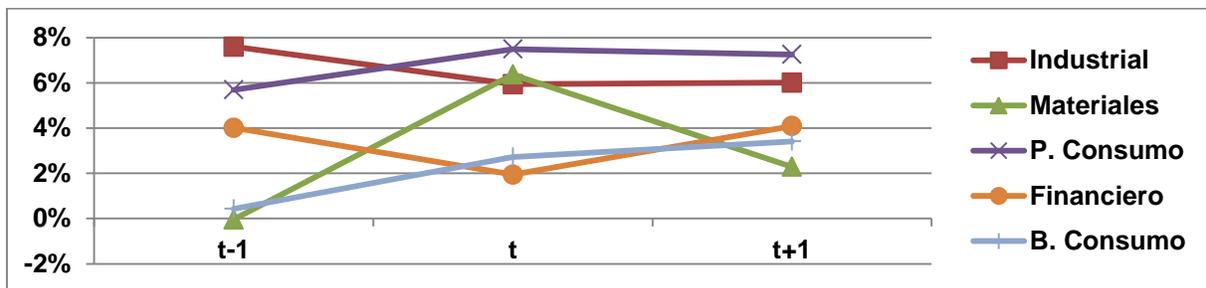
## Resultados

### ROA

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

- El promedio conjunto del ROA en el tiempo t-1 es de 5.45%.
- El promedio del ROA en el tiempo t, declinó levemente hasta llegar a 5.37%
- Un año después de la OPI (t+1) el desempeño financiero medido a través del promedio del ROA registró nuevamente una ligera caída de 3 puntos bases en comparación al tiempo (t), cayendo a 5.34%

Figura 2: ROA de las empresas por sectores de las empresas listadas. No incluye sector Energía ni Salud.



- Únicamente el sector Bienes de Consumo, compuesto por Sports World y Hoteles City Express presentó un aumento constante en su ROA.
- A pesar que el promedio del ROA en el conjunto de las emisoras tiende a decrecer, la variación del periodo t respecto del periodo t-1, fue de un +62.77% Es decir, si bien el ROA en promedio descendió, el aumento promedio en las 19 emisoras fue positivo.
- En el mismo sentido, la variación promedio de los ROA del periodo t+1 respecto de t-1 representó un significativo 73.73%, lo que nos lleva a concluir que después de lanzar su OPI, en promedio, las empresas mexicanas tuvieron un desempeño superior comparado con el año previo a la emisión de

acciones. En esta comparación, la emisora que más incrementó su ROA fue Grupo Sports World, ya que aumentó en un 1,298.6%; sin embargo, aun y si elimináramos este resultado por considerarse anormal, el resultado seguiría mostrando un resultado positivo en un 5.71%

- En línea con el comentario anterior, se observa que 10 de las 19 emisoras analizadas presentaron un desempeño superior un año después de salir a bolsa comparándolo contra el año previo de sus respectivas OPI's.
- Las mayores caídas en la comparación t+1 vs t-1, las presentaron ALPEK y Grupo Aeroméxico, cuyos negocios principales se vieron afectados por la crisis que inició en el 2008.
- Se presenta una desviación estándar muy alta en la variación de T+1 vs T-1, debido al rendimiento presentado por la emisora Grupo Sports World. Este rendimiento sobresaliente, obedece al bajo (nulo) ROA que obtuvo la compañía en el año T-1.

## Acciones

- Las acciones registraron en promedio los siguientes rendimientos:

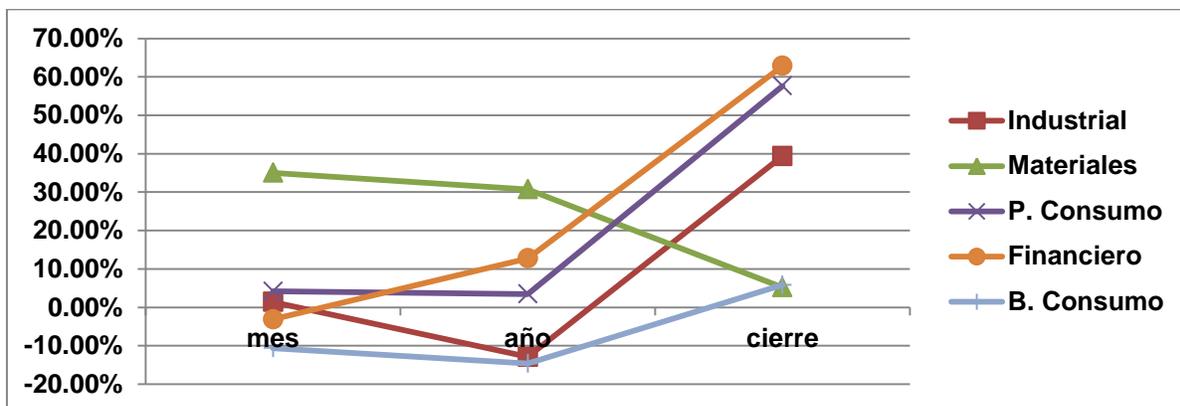
1 mes después: +4.66%

1 año después: +14.00%

Al cierre del 17/03/16: +27.00%

- El rendimiento promedio de las acciones por sectores, quedó como sigue:

Figura 3: Rendimiento de las acciones por sectores correspondientes a las empresas que emitieron acciones por primera vez en el periodo 2008 - 2013



## Conclusiones

Después de analizar la información recabada, podemos concluir lo siguiente:

- La hipótesis H1: Las empresas que han realizado una Oferta Pública Inicial de Acciones en México durante el periodo 2008 – 2013 (excluyendo FIBRAS) mejoraron su desempeño financiero, no se rechaza. De acuerdo a los resultados obtenidos de la *Prueba t*, podemos concluir que el ROA promedio del conjunto de empresas emisoras del periodo analizado no presentó una mejora, sino que se mantuvo relativamente estable. Sin embargo, a diferencia de los hallazgos de Jain y Kini (1994), así como de Kenneth, Pattanaporn y John (2004), se encontró que el rendimiento (variación) individual del ROA de cada empresa, presentó resultados positivos. Podemos inferir que el lanzamiento de nuevas acciones no influyó negativamente en los resultados financieros. Además, podemos agregar que la desviación estándar en el periodo T+1 del conjunto de las empresas disminuyó considerablemente respecto al periodo t-1, lo cual indica que las empresas presentaron resultados más estables.

Tabla 6: Análisis de *Prueba T*

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Media	0.05447378	0.053005775
Varianza	0.009108696	0.00187608
Observaciones	19	19
Coefficiente de correlación de Pearson	0.714876501	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	18	
Estadístico t	0.089828022	
P(T<=t) una cola	0.464707937	
Valor crítico de t (una cola)	1.734063607	

P( $T \leq t$ ) dos colas	0.929415873
Valor crítico de t (dos colas)	2.10092204

---

Tabla 7: Análisis de *Prueba f*

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Media	0.05447378	0.053005775
Varianza	0.009108696	0.00187608
Observaciones	19	19
Grados de libertad	18	18
F	4.855174953	
P( $F \leq f$ ) una cola	0.000798634	
Valor crítico para F (una cola)	2.217197134	

---

- La segunda hipótesis H2: Todas las acciones de las compañías que han realizado una Oferta Pública Inicial de Acciones presentan “underpricing”, no se rechaza. Cerca del 70% de las acciones de las empresas que iniciaron cotización en bolsa en el periodo señalado, presentaron el fenómeno de underpricing, lo cual nuevamente reafirma esta teoría en el mercado mexicano. La investigación encontró, así mismo, que la media del rendimiento de las acciones un año después de salir a bolsa fue de 14.00%, lo cual presenta un marcado contraste con lo encontrado por Aggarwal, Leal y Hernández (1993) quienes en su estudio, las empresas mexicanas reportaron una disminución durante el año siguiente a la emisión de acciones. Podemos también inferir que las acciones han presentado un aumento por causas distintas al desempeño de la empresa (al menos medido por el ROA).

## Bibliografía

Ley Mexicana de Valores, 2014

Aggarwal, R., Leal, R. y Hernández, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *The journal of the financial management association*. 42-53.

Allison, S., Hall, C. y Mcshea D. (2008). *The initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors*. EUA. Merrill Corporation.

Brau, J. C. y Fawcett S. E. (Septiembre 2004) Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of finance*. Vol. 23. (59). 102-115.

Breinlinger, L. y Glogova, E. (2003). Determinants of Initial Public Offerings: A European Time-Series Cross-Section Analysis. *Financial stability report*. Vol. 3. 87-106.

Damodaran, Aswath. (2011). *Applied corporate finance*. Tercera edición. EUA. John Wiley & Sons.

Gitman, Lawrence J. (2007) *Principios de administración financiera*, Decimoprimera edición, México, PEARSON EDUCACIÓN.

Huerta, Eduardo (9 de junio 2015). Listarse en Bolsa cuesta hasta 289 mdp. *El economista*. Recuperado de: <http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2015/06/09/listarse-bolsa-cuesta-hasta-289-millones>.

Liaw, K., Thomas. (2011). *The Business of Investment Banking: A Comprehensive Overview*. Tercera edición. EUA. John Wiley & Sons.

Loughran, T. y Ritter, R. J. (Marzo 1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*. Vol. 50 (1). 23-51. DOI: 10.2307/2329238.

Maksimovic, V. y Pichler, P. (2001). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *Review of financial studies*. Vol. 14 (2). 459-494. DOI: 10.1093/rfs/14.2.459.

Meluzin, T., Zinecker, M. y Meluzinova, J. (2015). Macroeconomic and capital market determinants of initial public offerings: a time-series analysis in the polish capital market. *Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics & Administration. Vol. 22 (34)*. 101-112.

Mello, S., A. y Parsons, E., J. (2000). Hedging and liquidity. *Review financial studies. Vol. 13 (1)*. 127-153. DOI: 10.1093/rfs/13.1.127.

Modigliani, F. y Miller, H. M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review. Vol. 53 (3)*. 433-443.

Pagano, M., Panetta, F. y Zingales L. (Febrero 1998) Why do companies go public? An empirical analysis. *The journal of finance. Vol. 53 (1)*. 27-64.

Ramírez, Rebeca (26 de junio del 2014). Cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores apenas 140 empresas. *Vanguardia*. Recuperado de: <http://archivo.vanguardia.com.mx/cotizanenlabolsamexicanadevaloresapenas140empresas-2097104.html>.

Rodríguez, M.P., Treviño, E. y Cortez K. (2008). Factores determinantes en las OPI. *Innovaciones de negocios. Vol. 5 (1)*. 119-130.

Ross, Stephen A., W. W. Randolph y Jaffe, J. (2010), *Corporate finance*, novena edición, México, Mc Graw Hill.

Rydqvist, K. y Höghlöm, K. (Noviembre 1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management. Vol. 1 (3)*. 287-315. DOI: 10.1111/j.1468-036X.1995.tb00021.x

Sánchez, Axel (23 de octubre del 2015). 69% de estados en México, sin una empresa en la BMV. *El financiero*. Recuperado de: <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/69-de-estados-en-mexico-sin-una-empresa-en-la-bmv.html>.

Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*. Vol. 7 (1). 33-54. DOI: 10.2307/3003189

Zingales, Luigi. (1995). Insider Ownership and the decision to go public. *Review of economic studies*. Vol. 62 (3). 425-448. DOI: 10.2307/2298036.