

Decisión de salida a bolsa: Modelos explicativos

[IPO decision: Explanatory models]

Sanae Ait Jillali and Mohammed Belkasseh

Laboratorio LARFAGO, Hassan Primero Universidad, ENCG, Settat, Morocco

Copyright © 2024 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the **Creative Commons Attribution License**, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: Many companies are spurred on by the reward of the decision to go public. Following the objectives they pursue and the problems they want to solve with it, they can decide whether they want to go public or not, it is also a decision related to the degree of tolerance of the company's owners regarding the information shared with the public and shared ownership. So it is interconnected with three crucial elements, namely; information, profitability, organization, or capital structure.

The purpose of this article is to provide a review of the literature that highlights the explanatory factors of an IPO decision. In particular, through the theoretical foundations underlying the decision to go public and its effect on control, capital structure, and other characteristics of companies.

This article provides a more holistic and integrated view of the IPO as a corporate event and a strategic and managerial decision, and the way companies judge it when deciding whether or not to go public, and the conclusion offers avenues for future research.

KEYWORDS: Advantages of IPO, Explanatory Models, IPO, Restrictions of IPO.

1 INTRODUCCIÓN

Cada empresa está sujeta a varios problemas y retos entre otros; encontrar las fuentes de fondeo y asegurar en permanencia su liquidez. La buena noticia es sobre las formas de financiamiento de las empresas que se vuelven diversas y diferentes en ventajas que dieron a los accionistas la posibilidad de elegir la forma adecuada de financiar sus negocios.

A través de este trabajo nos centraremos especialmente en el mercado de valores y más concretamente en las salidas a bolsa como medio de financiación, y veremos que podría utilizarse para conseguir otras ventajas que van más allá de asegurar la liquidez de las empresas y recaudar fondos.

Este tema es muy importante en su contexto, en la medida en que salir a bolsa es una decisión estratégica y gerencial que cambia la situación de la empresa y transforma varios órganos dentro de ella, incluyendo el control y la estructura de capital, es, por tanto, un paso que debe estar bien estudiado, y el conocimiento de sus dos caras (ventajas y limitaciones) es una necesidad para el buen desarrollo de las etapas; pre-OPI para de alguna manera arbitrar y elegir entre fuentes privadas de financiamiento o recurrir al mercado de capitales, y post-OPI, al ganar el desafío de mantener y mejorar el desarrollo y crecimiento de la empresa luego de la concreción de la operación de salida a bolsa.

A través de este trabajo teórico vamos a exponer modelos explicativos de la decisión de salida a bolsa, o la descripción práctica y conveniente de por qué y cómo este paso hacia el mercado de capitales puede ser dado o no por las empresas, en función de las ventajas o desventajas de la operación de salida a Bolsa.

Enumeradas y agrupadas en dos apartados, las ventajas de las OPI (Ofertas Públicas Iniciales) presentadas en el primer apartado podrían ser: la finalidad de captación de fondos externos, la detención de la liquidez y diversificación de la cartera, la simetría permanente de la información y la transparencia, la posibilidad de mayores plusvalías y rentabilidad, la mejora la

notoriedad y la publicidad, la concertación de intereses entre todos los tenedores de apuestas y luego la resolución de los asuntos de agencia, el mantenimiento de la sustentabilidad, la distribución del poder, la participación de los empleados accionistas, la obtención de incentivos fiscales y otros motivos que puedan alentar a las empresas a recurrir al mercado de capitales.

Por otro lado, las restricciones de salida a bolsa podrían estar relacionadas con los costos de esta operación que analizaremos en la segunda sección de este documento, la dilución de capital y el carácter familiar de ciertas empresas, también las restricciones de confidencialidad y rendimiento, y otras barreras que impedir que las empresas abran su capital a los inversores y hacer que se conformen con los medios estándar de financiación. En lo que sigue más detalles sobre estos elementos.

Este documento se dividiría entonces en dos partes principales, comenzando con los modelos explicativos basados en las ventajas de las OPI, así como los modelos explicativos basados en las restricciones de las OPI, que contienen la explicación de cada elemento en la subsección aparte como enumeramos anteriormente.

2 MODELOS EXPLICATIVOS BASADOS EN LAS VENTAJAS DE LAS OPI

2.1 RECAUDAR FONDOS EXTERNOS

Recaudar fondos a través de la oferta pública inicial se considera un motivo principal para las empresas según muchos autores, incluidos Pagano, Panetta y Zingales [1], Jain y Tabak [2], Poulsen y Stegemoller [3], Jacquillat [4], Rajan [5], y Harris y Raviv [6]; en la medida en que esta alternativa de salida a bolsa está dando a las empresas la ventaja de conseguir financiación inmediata, aumentando posteriormente el capital de la empresa mediante "Ofertas de Acciones Experimentadas" [2] y utilizándolo para financiar cada proyecto que lleve al crecimiento [3], sin olvidar mencionar la ventaja de tener un poder de negociación con las organizaciones de crédito y los bancos; al diversificar sus fuentes de fondeo la empresa puede obtener capital a un costo favorable ya que el financiamiento bancario es muy expansivo ([4], [1], [5]). En este sentido, las empresas con los altos índices de endeudamiento tienen más probabilidades de salir a bolsa debido al papel disciplinario de la deuda que garantiza, desde la perspectiva de los inversores bursátiles, la buena gestión de la empresa que, en este caso, parece estar mejor controlada por los prestamistas [6]. Siguiendo el modelo de flujo de caja libre evocado por ([7], [8]); la deuda es una buena manera de limitar el comportamiento oportunista de los gerentes al reducir el flujo de efectivo disponible para ellos, el "flujo de efectivo libre" que puede usarse para aumentar su propia utilidad en lugar de distribuirla entre los accionistas. De acuerdo con Pagano, Panetta y Zingales [1], las empresas optan por captar fondos a través del mercado de capitales abriendo su capital a los inversores para renovar su estructura de financiación o reducir su deuda pendiente.

2.2 LIQUIDEZ Y DIVERSIFICACIÓN DE CARTERA

Siguiendo a Grinblatt y Titman [9], la salida a bolsa está proporcionando liquidez a los valores, lo que representa, del lado de la diversificación de la cartera, dos buenas razones que justifican la decisión de salir a bolsa. Sabiendo que la liquidez es la contundencia o fluidez de convertir un activo o título en efectivo manteniendo su valor y precio en el mercado. Según Mello y Parsons [10], la oferta pública inicial es ventajosa cuando los accionistas quieren obtener efectivo tras una decisión de desinversión, ya que brinda la posibilidad de obtener liquidez incluso cuando optan por salir del proyecto de inversión.

Es obvio que la diversificación de la cartera implica la diversificación del riesgo, en el mercado de capitales cuando el riesgo es alto la rentabilidad exigida por los accionistas es alta, lo que significa que los negocios más riesgosos o las empresas con apetito de riesgo tienen más probabilidades de salir a bolsa y recurrir al mercado de capitales que otras dirigidas por personas con aversión al riesgo ([11], [12], [13], y [14]). Volviendo la atención a la perspectiva de Jacquillat ([4], p. 9), la asistencia que brindan los bancos u organismos especializados representa muchos límites que la empresa debe traspasar esperando fuentes de financiamiento externas «Es por esto que, para evitar llegar a estos límites, ganar flexibilidad, independencia y poder, la empresa debe diversificar sus posibilidades de financiación. Sólo el mercado de valores le ofrece la plena posibilidad de ello a través de la amplia gama de productos que ofrece a los ahorradores, protegiendo al mismo tiempo a los accionistas originales de la empresa».

Así, la cotización de los valores de la empresa en bolsa promueve una mejor apreciación del riesgo de la empresa por parte de la comunidad de prestamistas y por ende una mejora en sus condiciones de financiamiento.

2.3 INFORMACIÓN DE SIMETRÍA PERMANENTE Y TRANSPARENCIA

Otra ventaja de la oferta pública inicial está relacionada con la obligación de comunicación, lo que significa que para actuar legalmente y respetar la ley del mercado de capitales, las empresas deben comunicar la información relacionada con el proyecto y dar información de simetría tanto al empresario que recurre a el mercado de capitales para la financiación y los inversores en este mercado. La información debe ser difundida permanentemente bajo muchas condiciones definidas por las autoridades y organismos reguladores de los mercados financieros, tal como lo define Jacquillat ([4], p.117): «Información permanente es aquella que pone en conocimiento del público cualquier evento en la vida de la empresa pueda tener un impacto en las cotizaciones bursátiles, tan pronto como el secreto deje de ser imprescindible o cuando exista el riesgo de que unas pocas personas se aprovechen de información previamente confidencial.»

De acuerdo con Chemmanur y Fulghieri [14], el uso del mercado de capitales como método de financiación conduce a distinciones fundamentales vinculadas a la estructura de propiedad (dilución de la estructura de propiedad), la difusión de información específica relacionada con la rentabilidad del proyecto y la evolución del mercado de valores que ayudan al intercambio sobre los precios bursátiles de los valores. De donde los autores antes mencionados afirman que la decisión de una oferta pública también está guiada por los costos de producción de la información en la que también influye el tamaño, la antigüedad, la historia y la actividad de las empresas. Para las empresas antiguas, el costo de la información es muy bajo debido a su rico historial que contiene los informes y el conocimiento necesarios, es esencialmente su información disponible para el público lo que los alienta a abrir su capital a los inversores, excepto que para las empresas jóvenes, incluso si tienen una historia corta, por lo que hay menos información disponible y, por lo tanto, costos de producción más altos, pueden cotizar en bolsa debido a sus fuertes necesidades financieras; aquellas empresas jóvenes son excepcionalmente las que operan en el sector altamente tecnológico, en otros casos las nuevas empresas optan por otras vías de financiación para financiar su proyecto incluyendo el capital riesgo. También podemos agregar aquí la perspectiva de Pagano et al. [1] sobre toda la industria de las empresas cuando se valora a estas últimas a salir a bolsa. Además, siguiendo a Myers y Majluf [15], cuanto más antigua es la empresa, más larga es su trayectoria y, por tanto, menos víctima de asimetrías informativas, y más fácil de evaluar (al calcular su rendimiento o al tener la intención de comprarla) y valorarlo (al pretender calcular el valor económico añadido del capital invertido) comparado con más jóvenes empresas.

En este sentido, la OPI está reduciendo los costes de seguimiento relacionados con la información en un contexto de asimetría informativa y materializando fácilmente el valor añadido de informar a todos los tenedores de apuestas en igualdad de condiciones. Siguiendo a Zingales [16], salir a bolsa es una decisión que puede acreditar la intención de vender la empresa (total o parcialmente) porque las ganancias de la operación de venta pueden optimizarse a través del precio de referencia que proporciona el mercado.

2.4 LA MAYOR RENTABILIDAD

La oferta pública inicial es ventajosa en la medida en que representa una oportunidad de inversión atractiva que genera ganancias a largo plazo, especialmente cuando se emiten acciones; este producto se reconoce como riesgoso pero genera mayores ganancias que otros productos, incluidos los bonos.

Además, existe un comportamiento relevante que las empresas pueden adoptar como estrategia al emitir y comprar acciones; se trata de emitir cuando los precios son considerablemente altos y volver a comprarlos cuando sus precios bajan. A partir de esta técnica, los inversores pueden obtener grandes ganancias. Esto está relacionado con la “teoría del momento del mercado” evocada por muchos autores tanto en contextos teóricos como empíricos para justificar el agrupamiento de las OPI en un período de tiempo afectado por las condiciones del mercado ([17], [18], y [19]).

Sin embargo, de acuerdo con la hipótesis del “flujo de caja libre”, con base en las explicaciones de Jensen ([7] / [8]); las empresas con “flujo de caja libre” están señalando al mercado la falta de oportunidades de inversión, lo que impacta en la reacción de los inversores en el mercado. Si bien las empresas con alta rentabilidad son aquellas que probablemente tienen un “flujo de caja libre” significativo, optan por explotar y administrar este último a través de la deuda en detrimento del mercado de capitales, porque como vimos antes, la deuda es una buena alternativa para limitar los comportamientos discrecionales de los gerentes al buscar satisfacer sus necesidades en términos de salario, prestigio, poder y seguridad en lugar de maximizar el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas. También siguiendo a Easterbrook [20], en caso de que todos los “flujos de caja libres” se acumulen y no se entreguen, pueden utilizarse para financiar negocios y evitar el recurso al mercado de capitales. La misma idea fue evocada por Pagano et al. [1], al determinar la relación entre rentabilidad y decisión de salida a bolsa que para ellos es difícil precisar su impacto con una probabilidad concreta de salida a bolsa; al evitar el riesgo de dilución de capital, los accionistas de empresas rentables optan por la deuda, este fenómeno se acentúa cada vez más en el caso de la financiación bursátil dado el gran número de inversores lo que impide que la empresa tenga una estructura de propiedad más

concentrada. Sin embargo, los autores antes mencionados están confirmando que en otros casos, las empresas con mayor rentabilidad pueden aprovechar una ventana de oportunidad para salir a bolsa, sabiendo que para cotizar en bolsa es necesario presentar buenos informes sobre los ingresos y la rentabilidad registrados antes de la fecha del evento. En la misma línea, Benninga, Helmantel y Sarig [21], argumentan que cuando los flujos de caja mejoran, implica el fenómeno de agrupamiento de las OPI, para describir las actividades de las OPI y las olas relacionadas con los llamados "problemas del mercado caliente".

2.5 NOTORIEDAD Y PUBLICIDAD

La empresa puede aprovechar la transparencia requerida en el mercado de valores para potenciar su imagen y mejorar su posición y visibilidad para los analistas financieros, los medios de comunicación, los tenedores de apuestas nacionales e internacionales. Siguiendo a Szpiro [22] cotizar en las bolsas de valores se adhiere a la empresa la etiqueta de información de alta calidad que amplía la buena reputación de la firma. Además, mientras distribuye su capital social a un gran público, la empresa puede asegurar una gran clientela potencial. La OPI puede entonces fortalecer la reputación de la empresa cuando la cotización se difunde en tiempo real, se vuelve conocida en todo el mundo, lo que abre ventanas de oportunidades para la asociación y aumenta el crecimiento externo de la empresa. De acuerdo con varios autores, incluidos Maksimovic y Pichler [23], Merton [24] y Jacquillat [4], la notoriedad y la publicidad de la empresa siempre han sido una preocupación para los gerentes que tienen la motivación de recurrir al mercado de capitales para hacer sus empresas reconocidas mediante la ampliación de la base de su participación accionaria, de modo de promover el aumento del valor de los títulos de la empresa.

2.6 LA TEORÍA DE LA AGENCIA

Según los neoclásicos por ejemplo, recurrir al mercado financiero es un acto de operar en un lugar donde existe una organización mecánica y un arreglo de intereses entre todos los tenedores de apuestas.

El hecho de imponer una serie de criterios y condiciones para el correcto desarrollo de las relaciones y los flujos dentro de este mercado, en realidad está resolviendo un conjunto de cuestiones y fenómenos societarios entre los que se encuentra el problema de la agencia, este último ya expuesto en apartados anteriores como consecuencia de una divergencia del interés con el agente se considera como un problema que puede ser solucionado o paliado a través de la salida a bolsa [25]. Al comunicar constantemente su información y al ser analizado mediante evaluación y valoración por expertos del mercado de valores, la empresa puede reducir sus costes de agencia, lo que también es favorable para la amplitud del mercado de capitales: «Un buen entorno legal protege a los potenciales financieros frente a la expropiación por parte de los empresarios, eleva su disposición a entregar fondos a cambio de valores, y por lo tanto amplía el alcance de los mercados de capitales. » ([25], p. 1149). Esos costes de agencia también fueron evocados por Berle y Means [26], y Jensen y Meckling [27] al hablar de los mecanismos de protección de los accionistas. En la misma línea, Fadil [28] y Jensen [29] abordan este tema al considerar al mercado financiero como una "casa de cristal" que controla la libertad de los administradores y los lleva a tomar decisiones estratégicas asegurando y garantizando la maximización de los accionistas valor.

Cabe señalar que las pequeñas empresas también, siguiendo a Charreaux [30] y Denis [31], sufren los problemas corporativos de las grandes empresas, entre ellas; asimetría de información y problemas de agencia, razón por la cual la oferta pública inicial por autores con sus medidas de seguridad contractual y condiciones de eliminación, mejoran la situación de las empresas de todas las estructuras, especialmente cuando se trata de la teoría de la agencia.

2.7 OTRAS VENTAJAS RELACIONADAS CON LA SOSTENIBILIDAD, LA DISTRIBUCIÓN DEL PODER, LA PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES ACCIONISTAS Y LOS INCENTIVOS FISCALES

En esta parte, asemejamos otros privilegios relacionados con la decisión de salir a bolsa, empezando por el hecho de asegurar la sostenibilidad de la empresa; en cuanto la oferta pública aleja a la sociedad de toda disolución tras la salida de uno de sus accionistas mayoritarios, o tras determinados supuestos de sucesiones. Debido a la facilidad para conseguir nuevos accionistas cuando la empresa necesita la entrada de nuevas fuentes de capital para financiar su desarrollo, los emprendedores pueden garantizar el desarrollo sostenible de su firma. La sostenibilidad de la empresa según Fischer [11], Brau y Fawsett [17] y Chemmanur, He y Nandy [32] es entonces otro motivo esencial para salir a bolsa. Según Jacquillat ([4], p.8): «La cotización en bolsa resuelve los problemas de sucesión al permitir que la nueva generación o los accionistas externos aseguren la continuidad de la actividad de la empresa, cuando los antiguos directores deben ceder».

Asimismo, la OPI podría representar la distribución original de poder en la organización, mediante la distribución de una participación limitada del capital o siguiendo la estrategia de diversificar la cartera al elegir ciertos productos financieros adecuados, como; acciones de dividendos prioritarios sin derecho a voto (ADP) o certificados de inversión sin derecho a voto

(CI), se podría salvaguardar el control de la empresa. Los siguientes autores: Zingales [16], Brennan y Franks [33], Pagano y Roell [34], Stoughton y Zechner [13], Chemmanur y Fulghieri [14] y Mello y Parsons [10] apoyan la idea de que la oferta pública representa una herramienta de intermediación para los accionistas originales que desean reorganizar la estructura de control y capital.

Además, la OPI motiva a los empleados y atrae a líderes de calidad. La empresa pública puede ofrecer a sus principales directivos y resto de empleados fórmulas de participación en beneficios altamente incentivadoras otorgándoles acciones de la empresa que les hagan sentir explícitamente más preocupados por los resultados de su firma, lo que estrecha la cohesión social y mejora el clima dentro de la empresa. Desde la perspectiva aportada por Jacquillat ([4], p. 8), las salidas a bolsa facilitan la participación de los trabajadores en la medida en que: «Una sociedad no cotizada puede realizar una política de participación de sus empleados distribuyéndoles parte del capital social. Sin embargo, esto plantea problemas cuando desean desvincularse o simplemente realizar parte de su valor añadido. La cotización en bolsa favorece la participación de los trabajadores en la medida en que las acciones que reciben son mucho más líquidas.»

Asimismo, dependiendo de las características y reglas de cada bolsa de valores presente en los diferentes países, la salida a bolsa podría ser favorable en términos fiscales, existen diferentes beneficios de incentivos fiscales que subyacen a importantes exenciones fiscales y reducciones en el impuesto de sociedades, especialmente para una serie de primeros años consecutivos que siguen al evento de salida a bolsa con el fin de alentar a las empresas a dar este paso hacia el mercado de capitales y tomar esta decisión de salida a bolsa. Siguiendo a MacKie-Mason [35], quien ha probado la evidencia de efectos impositivos sustanciales en la elección entre emitir deuda o acciones, de alguna manera los impuestos impactan las decisiones de financiamiento corporativo, para de alguna manera arbitrar y elegir entre fuentes privadas de financiamiento o recurrir al mercado de capitales.

3 MODELOS EXPLICATIVOS BASADOS EN LAS RESTRICCIONES DE LAS OPI

Las restricciones y factores de la reticencia de la oferta pública inicial se pueden dividir en muchas categorías, optamos por presentarlas de la siguiente manera:

3.1 LA DILUCIÓN DEL CAPITAL Y EL CARÁCTER FAMILIAR DE DETERMINADAS SOCIEDADES

No podemos negar que la oferta pública inicial implica una dilución de capital. Cuando el capital está en manos de una multitud de accionistas, pueden presentarse dos problemas: la pérdida de control y la posible presencia de competidores o compradores potenciales, es la misma dilución de la estructura de propiedad defendida por Chemmanur y Fulghieri [14] y mencionada en el sección previa. La pérdida de control está impidiendo entonces que varios empresarios recurran a la bolsa de valores ([4], [36], y [9])

En otro sentido, las empresas familiares son generalmente reacias a la financiación por el mercado, lo que es sinónimo para los accionistas iniciales de la pérdida de control, que resulta del hecho de coartar su libertad por parte de los nuevos accionistas en cuanto a la toma de decisiones y acciones a realizar en la gestión y gobierno corporativo y dirección debido a la heterogeneidad de la junta directiva. Especialmente cuando el objetivo es mantener prácticas ligadas al nombre de la familia que representa su historia y la base del concepto según el cual esta empresa es de carácter familiar, la salida a bolsa es posteriormente la última opción para los herederos líderes de empresas familiares.

3.2 SACRIFICIOS DE COSTO Y TIEMPO

3.2.1 COSTOS DE SALIDA A BOLSA

El primer costo que se presentará en esta parte es el costo pre-OPI que se relaciona con varios autores dirigidos por las operaciones de reorganización legal, financiera y estructural para cumplir con ciertas disposiciones de mercado. Así, algunas empresas se ven obligadas a modificar su capital para tener un mayor número de acciones o cambiar su forma jurídica, según Pilverdier-Latreyte [37], las cláusulas estatutarias incompatibles definitivas pueden ser revisadas para encajar con la decisión de salida a bolsa así como; cláusulas de aprobación de nuevos accionistas, pactos mayoritarios y derechos de cobro.

Además, para impulsar estos cambios en el proceso de cotización, la empresa gasta honorarios para financiar y pagar los servicios prestados por los especialistas involucrados en este proceso, incluidos los abogados.

Los costos internos y externos directamente relacionados con la oferta pública inicial son otro tipo de costos que deben tenerse en cuenta. La empresa que se prepara para el evento de salida a bolsa está siguiendo a Chaouani [39] haciendo un

esfuerzo interno para cumplir con los estándares del mercado de capitales en términos de transparencia y el requisito de información de alta calidad, gastando dinero en campañas explicativas para el personal, y procedimientos de control interno y recurrir a asesores financieros o firmas contables para mejorar sus servicios financieros y contables. Si bien los costos externos pueden manifestarse a través de la remuneración de los intermediarios financieros asociados con la OPI que son bancos y casas de bolsa siguiendo los servicios que brindan durante todo el proceso de OPI de la empresa, entonces el gasto relacionado con las entrevistas, conferencias de prensa, volantes y otros medios de comunicación que ayuden a difundir la información sobre la firma.

A estos costos directamente vinculados a la oferta pública inicial se suman los costos implícitos, que subyacen a la infravaloración de las ofertas públicas iniciales evocada por Ritter [39], es la brecha positiva entre el precio de la primera cotización y el precio de la oferta, lo que contribuye y forma parte de los costos globales de la oferta pública inicial apoyada por los accionistas originales.

3.2.2 LOS COSTOS DE ESTAR EN LA LISTA

Pasando ahora a los costos de cotizar en los mercados de capitales. Después de ganar la carrera, las empresas públicas comienzan a soportar otras tarifas relacionadas con la cotización. Se relaciona concretamente con la permanencia en el mercado de valores (la comisión de admisión a cotización, la comisión anual de permanencia) y otras especies que se presentan a continuación.

Empezando por los costes relacionados con la transparencia y la comunicación financiera permanente; las empresas cotizadas están obligadas a sobornar a los auditores que certifican las cuentas, y realizan publicaciones en el boletín oficial de cotización que tampoco es gratuito. El costo de producir la información es bastante alto siguiendo a Benveniste, Busaba y Wilhelm [40] lo que desalienta a muchos inversionistas.

Además de eso, las sociedades cotizadas asumen el costo de la tenencia de valores y corretaje además de la gestión permanente de los precios de las acciones que está formando y reflejando el juicio público hacia la empresa que también es costoso. La salida a bolsa es entonces un costo pero también un sacrificio de tiempo, siguiendo a Jacquillat [4] cuando la empresa finalmente está presente en el mercado de capitales debe adoptar el comportamiento adecuado y apropiado a las empresas cotizadas, cambiar su política de dividendos resultante de un conjunto complejo de consideraciones, y también debe crear un departamento encargado de las relaciones con los accionistas, para cuidarlos y fidelizarlos [36].

3.3 LA FALTA DE CONFIDENCIALIDAD Y LOS CONSTREÑIMIENTOS DEL DESEMPEÑO

Las exigencias impuestas por la salida a bolsa en materia de transparencia y comunicación financiera permanente, antes representadas como una ventaja y motivación para que una empresa sea pública y dé este paso hacia el mercado de capitales, se consideran en esta parte una desventaja que por el contrario, impide la salida a bolsa de determinadas empresas, por lo que es un arma de doble filo, en la medida en que; podrían considerarse como un hecho que revela información comercial confidencial de la firma y sus estrategias que pueden ser utilizadas por competidores [9], lo que representa un peligro para la sostenibilidad de la empresa. La comunicación financiera transparente, permanente y confiable sobre todo el desempeño y perspectivas de la empresa la priva de su confidencialidad. Además, según la teoría de la señal, la empresa cotizada está sujeta a requisitos en términos de rendimiento, debe reflejar siempre el modelo de una empresa cotizada exitosa para dar un buen ejemplo y una señal positiva de las empresas presentes en el mercado de valores.

4 CONCLUSIÓN

Como hemos visto a lo largo de este artículo, de acuerdo con muchos autores e investigadores; las empresas son incitadas por la retribución de la decisión de cotizar en bolsa y siguiendo sus objetivos buscados y los temas que quieren solucionar con ello, pueden decidir si quieren cotizar en bolsa o no, también está relacionado con el grado de tolerancia de los dueños de la empresa en cuanto a la información compartida con el público y la distribución de la propiedad, por lo que se interconecta con tres elementos que se evocan repetidamente; información, rentabilidad, organización/estructura de capital. La salida a bolsa es una decisión estratégica y gerencial que cambia la situación de la empresa y transforma varios órganos dentro de ella, incluyendo el control y la estructura de capital, es, por tanto, un paso que debe ser bien estudiado, y la conciencia de sus dos fachadas (ventajas y limitaciones) es una necesidad para el buen desarrollo de las etapas; pre-OPI para de alguna manera arbitrar y elegir entre fuentes privadas de financiamiento o recurrir al mercado de capitales, o en caso de ejecutar la última opción evocada, para mantener y mejorar el desarrollo y crecimiento de la empresa después del evento en un período posterior a la OPI.

Al hablar de desarrollo y crecimiento empresarial podemos llamar al desempeño empresarial que, así, en el campo de la gestión, siempre ha sido un concepto ambiguo, pocas veces definido explícitamente. Desde la década de 1980, muchos investigadores se han esforzado por definirlo, entre ellos Bouquin [41], Bescos et al., [42], Bourguignon [43], Lebas [44], Bessire [45] y, más recientemente, esta noción se ha utilizado en la literatura gerencial para evaluar la implementación de las estrategias de desarrollo sostenible anunciadas por parte de la empresa [46].

En este sentido, ¿cuál sería la dimensión de desempeño más adecuada para el mercado de capitales, para evaluar las OPI? Esta consulta abre el controvertido debate sobre el desempeño corporativo como una noción caleidoscópica y multidimensional y la salida a bolsa como evento corporativo, abriendo varias vías de investigación en esta dirección.

REFERENCIAS

- [1] Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L., (1998), «Why do companies go public: An empirical analysis», *Journal of Finance*, 53 (1), 27-64. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448>.
- [2] Jain, B.A and Tabak, F., (2008), «Factors influencing the choice between founder versus non-founder CEOs for IPO firms», *Journal of Business Venturing*, 23 (1), 21-45. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.11.001>
- [3] Poulsen, A. B., and Stegemoller, M. (2008). «Moving from Private to Public Ownership: Selling out to Public Firms versus Initial Public Offerings». *Financial Management*, 37 (1), 81–101. <http://www.jstor.org/stable/30130497>.
- [4] Jacquillat B., «Introduction en bourse, que sais-je ?», PUF, 2° édition, Paris, 1994, 127 pages.
- [5] Rajan, R.G., (1992) «Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt», *The Journal of Finance*, 47 (4), 1367-1400. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04662.x>.
- [6] Harris, M. and Raviv, A., (1991), «The Theory of Capital Structure», *The Journal of Finance*, 46 (1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.
- [7] Jensen, M.C., (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, 76 (2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>.
- [8] Jensen, M.C., (1988), «Takeovers: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 21-48. <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21>.
- [9] Grinblatt, M., and Titman, S., (1998). «*Financial markets and corporate strategy*», In McCall, J. (ed.), *The economics of information and uncertainty*: University of Chicago Press.
- [10] Mello, A. and Parsons, J., (1998), «Going Public and the Ownership Structure of the Firm», *Journal of Financial Economics*, 49 (1), 79-109. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00018-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00018-X).
- [11] Fischer, C. (2000), «Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt», Working paper Munich University, May, p.43. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.229529>.
- [12] Pagano, M., (1993), «The Flotation of Companies on the Stock Market: a Coordination Failure Model», *European Economic Review, Special Issue on Finance*, 37 (5), 1101-1125. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(93\)90111-M](https://doi.org/10.1016/0014-2921(93)90111-M).
- [13] Stoughton, N. M., and Zechner, J., (1998), «IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 49 (1), 45-77. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00017-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00017-8).
- [14] Chemmanur, T.J. and Fulghieri P., (1999), «A Theory of the Going Public Decision», *Review of Financial Studies*, 12 (2), 249-279. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.2.249>
- [15] Myers S.C., and Majluf N., (1984), «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- [16] Zingales, L., (1995), «Inside Ownership and the Decision to Go Public», *Review of Economic Studies*, 62 (3), 425-448. <https://doi.org/10.2307/2298036>.
- [17] Brau, J.C., and Fawcett, S.E., (2006), «Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice». *Journal of Finance*, vol. 61, n°1, pp. 399-436. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>.
- [18] Loughran, T. and Ritter, J., (1995), «The New Issue Puzzle», *Journal of Finance*, 50 (1), 23-51. <https://doi.org/10.2307/2329238>.
- [19] Ritter, J.R. and Welch, I., (2002), «A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations», *The Journal of Finance*, 57 (4), 1795-1828. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>.
- [20] Easterbrook, F.H (1990), «Is corporate bankruptcy efficient?», *Journal of Financial Economics*, 27 (2), 411-417. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90062-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90062-5).
- [21] Benninga, S., Helmantel, M. and Sarig, O., (2005), «The Timing of Initial Public Offerings», *Journal of Financial Economics*, 75 (1), 115-132. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.04.002>
- [22] Szpiro, D., (1996), «La gestion et les performances des entreprises: quel est l'apport de la cotation en bourse ?», 26 novembre, étude avec KPMG et la SBF-Bourse de Paris dans le cadre de Rexecode, Novembre, p. 32.

- [23] Maksimovic, V. and Pichler, T., (2001), «Technological Innovation and IPOs», *Review of Financial Studies*, 14 (2), 459-494. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.2.459>
- [24] Merton, R., (1987), «A simple model of capital market equilibrium with incomplete Information», *Journal of Finance*, 42 (3), 483-510.
- [25] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). «Legal determinants of external finance», *The Journal of Finance*, 52 (3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>.
- [26] Berle, A. and Means, G., (1932). «*The Modern Corporation and Private Property*», New York: Macmillan.
- [27] Jensen, M. and Meckling, W., (1976), «Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- [28] Fadil, N. (2010), «Les stratégies de croissance et la performance financière des PME Françaises cotées: une étude interdisciplinaire», 10ième CIFEPME – BORDEAUX.
- [29] Jensen, M. C. (1991). «Corporate Control And The Politics Of Finance». *Journal of Applied Corporate Finance*, 4 (2), 13–34. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1991.tb00603.x>.
- [30] Charreaux, G. (1998). «Gouvernance des PME-PMI, dans PME-PMI: le métier de dirigeant et son rôle d'agent de changement». Paris, *Economica*, 109-116.
- [31] Denis, D.J, (2004). «Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence». *Journal of Corporate Finance*, 10 (2), 301-326. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00059-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00059-2)
- [32] Chemmanur, T.J, He S. and Nandy, D., (2007), «The Going Public Decision and the Product Market», AFA 2007 Chicago Meetings Paper, February, 59 p. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.674241>
- [33] Brennan, M. and Franks, J., (1997), «Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities», *The UK Journal of Financial Economics*, 45 (3), 391-413. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00022-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00022-6)
- [34] Pagano, M., and Röell, A. (1998). «The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public». *The Quarterly Journal of Economics*, 113 (1), 187-225. <https://doi.org/10.1162/003355398555568>
- [35] MacKie-Mason, J.K. (1990). «Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?». *The Journal of Finance*, 45, 1471-1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb03724.x>
- [36] Jobard, J.P., (1996). «Gestion Financière de l'Entreprise», Edition Sirey, Paris, p. 500.
- [37] Pilverdier-Latretey J., (1997). «Marchés boursier français: lecture de la cote», *Encyclopédie des marchés financiers*, éd. Y. Simon, *Economica*.
- [38] Chaouani Slim (2009), «La performance des introductions en bourse: une étude des déterminants et des effets de la cotation sur la place de Paris». Thèse de doctorat, Université des sciences et technologie de Lille, juin.
- [39] Ritter, J.R., (1987), «The costs of going public», *Journal of Financial Economics*, 19 (2), 269-281. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90005-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90005-5)
- [40] Benveniste, A., Busaba W. and Wilhelm, B., (2002), «Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets», *Journal of Financial Intermediation*, 11 (1), 61-86. <https://doi.org/10.1006/jfin.2000.0310>
- [41] Bouquin H., (1986), «Le contrôle de gestion: contrôle de gestion, contrôle d'entreprise», Editions PUF, Paris.
- [42] Bescos, P., Veran, L., et Raviart, D., (1999). «Dialogues autour de la performance en entreprise: les enjeux». Editions l'Harmattan.
- [43] Bourguignon A. (1995), «Peut-on définir la performance ?», *Revue Française de Comptabilité*, n°269, Juillet-Août 1995, pp. 61-65.
- [44] Lebas M. (1995), «Oui, il faut définir la performance», *Revue Française de Comptabilité*, 269, 66-71.
- [45] Bessire D. (1999), «Définir la performance», *Revue Comptabilité, Contrôle et Audit*, Tome 5, vol. 2, septembre, pp. 127-150.
- [46] Capron, M. et Quairel, F. (2006). «Évaluer les stratégies de développement durable des entreprises: l'utopie mobilisatrice de la performance globale». *Revue de l'organisation responsable*, 1, 5-17. <https://doi.org/10.3917/ror.001.0005>