



# **“Institutional investors and firm value”**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS FULL TIME**

**Alumno: Alex Fredes Salas**

**Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

**Santiago, Junio de 2016**

*Después de casi 6 años de formación universitaria en la Universidad de Chile puedo dar por concluida mi formación académica.*

*Agradezco a mis profesores, amigos y en especial a mi familia, papá, mamá, Rodrigo y Sandie. La motivación y apoyo que recibí han sido fundamentales para concretar el objetivo de titularme como Magister en Finanzas.*

*Sin duda, debo agradecer muy especialmente a mi profesor Mauricio Jara, quien me ha guiado tanto en la elaboración de esta tesis como en mis cursos de finanzas de pregrado y postgrado. Espero seguir colaborando con sus investigaciones para mejorar el mercado de capitales chileno.*

*A todos ustedes, un gran abrazo.*

*Alex*

## **I. Introducción**

El mercado de capitales ha sido lugar de grandes cambios en el último siglo. Su rápido crecimiento y los agentes que han comenzado a participar él son cada vez más grandes y complejos. Los inversionistas institucionales han crecido también de manera importante. Acorde a estadísticas del FMI (2005), estos inversionistas profesionales en manejar activos financieros han triplicado su participación en el mercado de capitales desde 1990. En esta tesis examinamos qué rol juegan estos inversionistas en las empresas y el porqué de su importancia. Los principales inversionistas institucionales son fondos mutuos, fondos de pensión, asesores de inversión, bancos y compañías de seguro. Algo similar ha ocurrido en Europa desde 1990, donde los inversionistas institucionales poseían el 76% de la participación en el Reino Unido, 60% en Francia y 39% en Alemania.

Gillan y Starks (2003) documentan el importante rol que juegan los inversionistas institucionales en el mercado de capitales y proveen evidencia que incrementan la liquidez, volatilidad y el poder informativo del precio de las acciones en los mercados financieros en donde participan. La valiosa información que proveen las acciones de los institucionales al mercado financiero genera mejores estructuras de gobierno corporativo y un monitoreo más efectivo. Cualquier accionista como propietario de la empresa tiene derecho a voto en la elección del directorio o votando con sus pies e irse (Parrino, Sias y Starks, 2003). Ambas alternativas entregan fuertes señales al mercado, especialmente cuando son grandes sumas de dinero como las que mantienen los inversionistas institucionales.

La razón más importante para estudiar a los inversionistas institucionales es por su potencial para reducir un problema clásico en finanzas, conocido como problema de agencia. Adam Smith (1776), en su clásico libro declara que “no se

puede esperar que los directores de tal firma, siendo administradores del dinero de otras personas y no del suyo, lo cuiden con la misma ansiosa vigilancia que tendrían en su propio dinero. Al igual que el mayordomo de un hombre rico, son propensos a prestar atención a cosas pequeñas. Negligencia, por lo tanto, es lo que siempre prevalecerá en la administración de los asuntos de tal compañía”. Casi 200 años después, Jensen y Meckling (1976) formalizaron esta teoría, postulando que los incentivos de los accionistas y de los gerentes no son los mismos. Los autores definen el problema de agencia como el contrato en el que una o más personas (el principal) contratan a otra persona (el agente) para desempeñar algún servicio en su nombre, el cual incluye delegar cierta autoridad al agente. Si ambos (agente y principal) maximizan su utilidad, hay buenas razones para pensar que el agente no siempre actuará en beneficio del principal. El principal puede evitar estos perjuicios estableciendo los incentivos apropiados e incurriendo en costos de monitoreo diseñados para limitar las aberrantes actividades del agente. La reducción de bienestar que experimenta el principal es la suma de los costos de agencia. Jensen y Meckling (1976) define los costos de agencia como la suma de los costos de monitoreo.

Roe (1990) señala que el origen del problema de agencia es el “free-riding”, producto de la atomización de la estructura de propiedad de la empresa, entre accionistas y administradores. En países con accionistas que concentren mucha participación en las empresas debería existir menos problema de agencia -todo lo demás constante- ya que tendrán más incentivos a monitorear las acciones de los gerentes que tienen a cargo de la empresa. Por el contrario, una estructura en la que cada accionista tiene una participación muy pequeña, se hará menos rentable el monitoreo producto del “free-riding”. Dado que realizar monitoreo es costoso, un pequeño accionista no se verá incentivado a monitorear las acciones de la firma en la que invierte, debido a que el beneficio de hacerlo no compensa su costo. Por otra

parte, las instituciones son más propensas a transformarse en grandes accionistas, por lo tanto, tendrán más beneficios al monitorear a las empresas en las que invierten (Shliefer y Vishny, 1986; Huddart, 1993). Es por esta razón que Black (1992) argumenta que el monitoreo debe ser asignado a las instituciones, pero esto sería posible en la medida que posean grandes bloques accionarios. Shleifer y Vishny (1986) investigan que la presencia de grandes accionistas minoritarios provee una solución parcial al problema de free-riding. En el modelo de Shleifer y Vishny los grandes accionistas tienen una participación lo suficientemente grande como para que sea rentable ejercer monitoreo en la firma. Si beneficios mayores justifican un cambio, tratarán de implementarlo y el resto de los accionistas se beneficiarán en ganancias por sus propias acciones.

Otro rol de los inversionistas institucionales es transmitir credibilidad al mercado financiero, es decir, a otros inversionistas (Chidambaran y John, 1998). Grandes inversionistas institucionales pueden obtener información privada de los administradores, y a su vez, transmitir esa información a otros accionistas. Para que esta información sea creíble los institucionales deben mantener la acción por un tiempo considerablemente largo, de lo contrario sólo incrementaría la especulación.

Esta corriente de pensamiento es lo que estudios posteriores consideraron para estudiar la heterogeneidad de las instituciones, ya sea por sus horizontes de inversión (Derrien et al. 2012; Yan y Zhang, 2007) o su color y lugar geográfico (Ferreira y Matos, 2008). Lo que está detrás es que no todos los inversionistas se comportan de la misma manera. La literatura sugiere que algunos podrían exacerbar el problema de agencia, mientras que otros potencialmente lo disminuyen. Las relaciones de negocio que posee el inversionista con la firma pueden incrementar el problema de agencia. Por ejemplo, un inversionista institucional puede tener muchas relaciones de negocios con sus firmas por la naturaleza de su negocio, además de sólo ser

inversionistas. Si un inversionista considera a la firma como un cliente o consumidor de sus productos o servicios, esto representa incentivos económicos que compiten entre sí. Este inversionista tiene otras fuentes de ingreso y relaciones de negocio con la empresa que hace más caro el monitoreo. Por otra parte, si un inversionista tiene como principal negocio invertir, entonces los incentivos económicos a monitorear la administración de las empresas son mucho mayores.

El resto de esta tesis se organiza como sigue: Sección II examina la literatura existente sobre inversionistas institucionales. Detallamos la evidencia empírica y teórica que predominante y las razones para creer que no todos los institucionales son monitores para las empresas. Sección III resume los datos, documenta la composición del panel de datos e identifica la participación institucional a nivel de la firma. Sección IV explora las implicancias de la participación institucional para predecir el valor de mercado de la firma y se hace un análisis de robustez. El resultado de las regresiones indica qué inversionistas institucionales disminuyen los costos de agencia. Sección V concluye esta tesis con un resumen de nuestros resultados y discusión de sus implicaciones para realizar mejoras a los mercados financieros.

## **II. Revisión de literatura**

La literatura sobre inversionistas institucionales en finanzas corporativas es extensa, pero su efecto en el monitoreo a las empresas ha sido poco estudiado. Uno de los trabajos más influyentes es el de Gompers y Metrick (2001), quienes plantean que hay razones para esperar que la demanda de los inversionistas institucionales difiera de los individuales. En algún grado, todos los inversionistas institucionales actúan como agentes para otros inversionistas. El problema de agencia es estándar y se da tanto para asesores de inversión y fondos mutuos (conocidos como

inversionistas independientes o activos) como para bancos y compañías de seguros (inversionistas grises o pasivos). El control que ejercen los inversionistas que contratan agentes institucionales es imperfecto y los incentivos de los institucionales difieren de sus clientes. Por lo tanto, aunque los inversionistas individuales tengan algún control sobre las decisiones de inversión final, este control es imperfecto y esperaríamos diferentes patrones de demanda entre los grupos de inversionistas institucionales.

Del Guercio (1996) explica que una posible causa de la heterogeneidad entre inversionistas institucionales es el ambiente legal que enfrentan como fiduciarias. Sin embargo, en busca de identificar cómo se comportan los inversionistas institucionales, Gompers y Metrick (2001) realizan un estudio empírico con acciones que representan la mitad del capital total del mercado de Estados Unidos, obtenido de la base de datos históricos de precios de acciones CRSP para empresas listadas entre Marzo de 1980 y Diciembre de 1996. Su estudio encuentra que los inversionistas institucionales al menos doblaron su participación en el mercado de capitales y que se inclinaban a preferir acciones de empresas grandes, más líquidas y con bajos retornos históricos. Dado el apetito de los institucionales por ciertas características accionarias junto a su gran poder de mercado, cambios en el precio de la acción pueden ser explicados simplemente por movimientos de oferta y demanda de las acciones y no por exposiciones al riesgo ni por cambio en los fundamentales de la acción.

## **II.1 Color institucional**

Posteriormente otros estudios de inversionistas institucionales se enfocaron en el papel de monitores que desempeñaban en las empresas. Ferreira y Matos (2008) da cuenta de la importancia que las inversiones que realizan los institucionales y

cómo han afectado al mercado. Los autores identifican dos grandes diferencias entre instituciones y los califica como grises o independientes. Los inversionistas de color gris, son aquellas instituciones con relaciones comerciales y de negocio con las empresas en las que invierten, tales como bancos, fondos de pensión y compañías de seguro. Por su naturaleza, estas instituciones son reacias a oponerse a las decisiones corporativas para no quebrar sus relaciones de negocios con la empresa. Por esta razón se espera que no realicen un monitoreo efectivo sobre la administración y se les da el carácter de pasivos. Estas empresas poseen altos costos de monitoreo y podemos pensar que poseen cierta lealtad ante la administración, por lo que mantendrían la acción ante cambios que puedan afectar el valor de los accionistas. Según Brickley, Lease, y Smith (1988) estas instituciones son sensibles a la presión corporativa. Por otra parte, inversionistas independientes (fondos mutuos y asesores de inversión), tienen mayor propensión a recolectar más y mejor información sobre la firma, enfrentar menos restricciones regulatorias y al tener menos relaciones de negocio con las compañías en las que invierten pueden realizar un monitoreo más efectivo. Ferreira y Matos (2008) construyen una muestra de firmas no-estadounidenses y documentan que sólo el grupo de inversionistas independientes son monitores efectivos. Ferreira y Matos encuentran un premio en el valor de las firmas de 12% para firmas en países desarrollados (No estadounidenses). De-la-Hoz y Pombo (2016) también concuerdan con los resultados de Ferreira y Matos (2008) y hallan un 8% de premio en empresas Latinoamericanas.

Ferreira y Matos (2008) encuentra que tanto institucionales independientes y grises tienen similares preferencias por acciones. En general prefieren firmas grandes y visibles (listadas en U.S. y miembro del MSCI) y con fuertes gobiernos corporativos. Sin embargo, los independientes están presentes en acciones más líquidas en

comparación a las grises. Sus resultados indican que los principales factores que derivan participación institucional son el tamaño, pertenencia al índice MSCI (visibilidad) y el precio de cierre de la acción. Sin embargo, encuentran ciertas diferencias según color institucional. Las instituciones independientes están presentes en mercados más líquidos mientras que las grises parecen alejarse de esas acciones. Esto habla de una compensación entre liquidez y monitoreo que enfrentan los grandes inversionistas (Khan y Winton, 1998). Los resultados de Ferreira y Matos sugieren que hay una relación complementaria entre liquidez e inversión institucional, y que accionistas activos prefieren acciones más líquidas y de las que se puede salir rápidamente votando con los pies. Instituciones independientes también invierten más en acciones con retornos recientes positivos, mientras que las instituciones grises (en especial las compañías de seguro) eligen lo contrario.

Brickley, Lease y Smith (1988) sugieren que fondos mutuos y asesores de inversión (inversionistas activos) se oponen con mayor probabilidad a la administración; comparado con bancos y compañías de seguro (inversionistas pasivos), quienes obtienen beneficios por otras líneas de negocio. Los inversionistas pasivos enfrentan altos costos de monitoreo por que pueden dañar otras líneas de negocio con la firma y perder negocios existentes o potenciales si desafían a la administración. En contraste, los inversionistas activos no buscan relaciones de negocio con las firmas en las que invierten. Por lo tanto, instituciones activas sin ataduras de negocios enfrentan menos costos de monitoreo ya que desafían más probablemente a la administración (Borokhovich et al. 2006; Chen, Harford, and Li, 2007).

## II.2 Horizonte de inversión

Otros estudios han identificado otras características que pueden diferenciar el comportamiento de los inversionistas institucionales. Harford et al (2015) sugiere que el inversionista ideal para una empresa es aquel que tiene un “largo horizonte de inversión”, es decir, que no está atado a esperar rentabilidades de corto plazo. Las empresas prefieren inversionistas de largo plazo por que les permite implementar la estrategia corporativa y tomar decisiones de largo plazo sin distracción ni presiones de desempeño de corto plazo como de traders activos (Beyer, Larcker, and Tayan (2014)). Esta literatura sabe del hecho que administradores de empresas que cotizan en bolsa tienden a maximizar su beneficio privado en vez del valor para los accionistas (Berle y Means (1932), Jensen y Meckling (1976)). Sin embargo, participantes del mercado imperfectamente informados pueden llevar a los administradores a tomar decisiones miopes o de corto plazo (Stein, 1988). De hecho, la mayoría de los administradores admiten que están dispuestos a sacrificar valor de largo plazo de los accionistas por ganancias de corto plazo (Graham, Harvey y Rajgopal, 2005). Esta es la naturaleza del problema de agencia y Harford et al (2015) señalan que las instituciones con largo horizonte de inversión van a tener mayor incentivo a monitorear a la administración de una empresa y por lo tanto guiarla en su visión de largo plazo. Al esparcir sus costos y beneficios en el periodo de tiempo, los inversionistas institucionales con horizonte de largo plazo pueden monitorear efectivamente a los administradores (Gaspar, Massa, y Matos (2005) y Chen, Harford, y Li (2007)).

Yan y Zhang (2007) ofrecen una visión distinta en el horizonte de inversión. Los autores postulan que una importante dimensión de heterogeneidad institucional es su diferente horizonte de inversión, ya sea por distintos objetivos de inversión,

estilo, restricciones legales y presiones competitivas. Adicionalmente, su horizonte de inversión puede diferir por sus diferentes roles informacionales. Yan y Zhang (2007) da razones para pensar que diferentes horizontes de inversión implican estar informado diferentemente. Primero, si un inversionista institucional está mejor informado y puede identificar regularmente acciones subvaloradas o sobrevaloradas, podríamos esperar que estas instituciones transen frecuentemente y exploten su ventaja en información (Grinblatt y Titman (1989) y Wermers (2000)). Por otra parte, inversionistas que poseen información limitada transarán con más cautela. Por lo tanto, instituciones que transan más activamente (instituciones de corto plazo) estarían mejor informadas que aquellas que transan menos activamente (instituciones de largo plazo). Segundo, uno podría argumentar que instituciones de largo plazo transen menos frecuentemente porque lo hacen en base a información. Por otra parte, instituciones de corto plazo también podrían transar en base a ruido, quizás debido a sobre-confianza (Odean (1998) y Barber y Odean (2000)). En este caso parecería que en promedio las instituciones de largo plazo están mejor informadas que las de corto plazo. En definitiva, los resultados de Yan y Zhang (2007) documentan que el efecto positivo encontrado en la participación institucional por Gompers y Metrick (2001) se debe a inversionistas de corto plazo, argumentando que las instituciones de corto plazo están mejor informadas y poseen información privada sobre las futuras ganancias, lo que juega un rol significativo en el mercado accionario. Precios más informativos facilitan un mejor financiamiento y decisiones de inversión y puede reducir el costo de capital. En base a esto Yan y Zhang arrojan dudas sobre los beneficios de la estrategia que intente atraer sólo inversionistas de largo plazo.

### **II.3 Lugar geográfico**

Ferreira y Matos (2008) señalan que los inversionistas institucionales influyen diferencialmente a las firmas dependiendo de su lugar geográfico. En concreto, señalan que instituciones extranjeras toman un rol más activo en las empresas, aunque tienen un fuerte sesgo a preferir acciones pertenecientes a índices accionarios, es decir, empresas más conocidas. Sin embargo, a los institucionales extranjeros se les concede un mayor rol en promover cambios en las prácticas de gobierno corporativo que los inversionistas locales, además de demandar protecciones legales más fuertes (Gillan y Starks, 2003). A pesar que Ferreira y Matos (2008) encuentran que las instituciones locales no generan un monitoreo en las empresas, otros estudios señalan que estos inversionistas poseen una ventaja informativa sobre los extranjeros (Albuquerque et al, 2009) y por lo tanto pueden tomar mejores decisiones.

### **II.4 Problema de agencia**

La literatura dominante en el conflicto de agencia sugiere que los administradores poco monitoreados destruirán valor para los accionistas mediante sobreinversión. (Baumol (1959) y Williamson (1964)). Esta visión tiene gran apoyo empírico (Morck, Shleifer, y Vishny (1990) y Gompers, Ishii, y Metrick (2003)). Otra visión sugiere que los administradores van a sub-invertir bajo ciertas condiciones, por lo tanto también causa destrucción de valor para el accionista (Holmström (1979) y Grossman y Hart (1983)). Nuestra visión del financiamiento, tal como sugiere Stulz (1990) es que está determinado por las decisiones de inversión. En otras palabras, administradores que sobre-invierten levantan mucho capital y quienes sub-invierten levantan muy poco. En definitiva, independiente del mecanismo, la teoría predice

que mayor monitoreo incrementa el valor para los accionistas, ya que no destruyen valor con sus decisiones de inversión. En este estudio identificamos ese incremento de valor mediante indicadores para el valor de la firma ampliamente utilizados como la Q de Tobin y el ratio Market-to-Book.

La literatura más reciente se extiende a analizar otras regiones del mundo. De-la-Hoz y Pombo (2016) evidencian la heterogeneidad de los inversionistas institucionales en Latinoamérica. Sus resultados concuerdan que la presencia institucional en las empresas tiene un 8% de incremento en el valor de la firma, medida con la Q de Tobin. Estos resultados indican que el monitoreo que ejercen este tipo de inversionistas incrementa el valor para los accionistas. Además, encuentran que los inversionistas institucionales independientes tienen en promedio un premio positivo en Q de Tobin, mientras que la presencia de instituciones grises tiene un efecto negativo en el valor de la firma.

De-la-Hoz y Pombo (2016) dejan en evidencia que la creciente participación de inversionistas institucionales no sólo es un fenómeno de los países desarrollados, Latinoamérica también ha presentado un cambio importante. En 1997 la participación de inversionistas institucionales era en promedio un 37% de la participación, indicando el gran potencial de monitoreo directo para las empresas en la región.

De-la-Hoz y Pombo (2016) concuerda con Gompers y Metrick (2001) en cuanto al apetito por ciertas características que demandan los institucionales. De-la-Hoz y Pombo comprueban que los inversionistas institucionales en Latinoamérica también prefieren firmas grandes, con fuertes gobiernos corporativos, propiedad menos concentrada, listadas en Estados Unidos y que paguen altos dividendos.

También concuerdan en que el premio que observamos en  $Q$  de Tobin está asociado a disminución del costo de agencia.

Como es posible sintetizar, la participación de inversionistas institucionales es visto con buenos ojos por la literatura, más aún, Maug (1998) dice que las “restricciones de liquidez” podrían ser otra razón por la que los institucionales no siguen una estrategia de salida en estos mercados, y prefieren usar “activismo de voz”<sup>1</sup> para asegurar grandes retornos a la inversión. Ejemplos de activismo de voz son: i) votando con acciones, ii) nominando miembros del directorio, iii) demandando más información a los mercados y alertando al mercado de posibles malas prácticas de gobierno corporativo. La visión de Maug (1998) sugiere que es la participación institucional genera externalidades positivas para los accionistas minoritarios, quienes se benefician con información que proveen los inversionistas institucionales. Esta visión es apoyada por Shleifer y Vishny (1986).

A raíz de la literatura existente, esta tesis plantea la hipótesis que la propiedad independiente de inversionistas institucionales está asociada con mayor valor de la firma ya que estos inversionistas monitorean las actividades financieras y administrativas más activamente.

---

<sup>1</sup> Activismo de voz es una práctica que las empresas pueden realizar en lugar de vender su participación en la firma. Concretamente las instituciones pueden tomar decisiones directas en la empresa, ya sea votando, nombrando miembros del directorio o alertando al mercado de malas prácticas corporativas en la empresa. Empíricamente, el activismo de voz tiene un efecto muy potente en el monitoreo a las empresas.

### III. Datos y Metodología

#### III.1 Construcción de la muestra y variables de propiedad

Nuestros datos contienen series de tiempo a nivel de empresas para los años 2003 a 2014. La base de datos de empresa es creada por los autores a través de la herramienta Eikon de Thompson Reuters, y contiene empresas de 14 países emergentes. Además de los datos de empresas, hemos agregado controles macro-financieros siguiendo a De-la-Hoz y Pombo (2016), obtenidos del Banco Mundial. La estadística descriptiva de todas las variables es resumida en la tabla 15 separando por países. A modo de ejemplo, Brasil tiene en promedio la mayor participación de inversionistas institucionales de la muestra, con 12,2% de la participación de las empresas, siendo 10% inversionistas independientes y 2,2% grises. Por otra parte, del total de la participación institucional de Brasil, un 8% es participación de inversionistas institucionales de largo plazo y sólo un 4,2% de corto plazo. Al mismo tiempo, la participación institucional local en Brasil llegaba a 9,1%, mientras que las instituciones extranjeras sólo representaban un 3,1%. Para los años de estudio, las empresas brasileras muestran tener una Q de Tobin de 1.45 y un ratio Market-to-Book de 2.09. Su razón deuda/total de activos 26,9%, las ventas/total de activos son 78% y el capex/total de activos es un 7%, los dividendos/total de activos son 2,2% y la concentración de propiedad de los primeros tres accionistas (c3) es 51,3% y poseemos 1.459 datos para Brasil. La muestra contiene en total 39,255 observaciones y se construyó un panel de 6,675 empresas que fueron seguidas en el tiempo.

## III.2 Análisis econométrico

Siguiendo a Ferreira y Matos (2006), Derrien et al (2012), Yan y Zhang (2007) y De-la-Hoz y Pombo (2016) hemos construido las variables de control institucional descritas en la tabla 13 y modelamos el efecto marginal de la participación institucional en el valor de la firma, controlando por características de la firma, variables institucionales y macroeconómicas su país. La regresión sigue un panel con una matriz de dimensión  $i, t$ :

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta'_k I_{it} + \varphi'_k X_{it} + \delta'_k MACRO_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde  $Q_{it}$  es la variable de desempeño (Q de Tobin), el vector  $I_{it}$  son las variables de participación institucional,  $X_{it}$  es el vector de características de la firma y  $MACRO_{it}$  es el vector de indicadores macroeconómicos, financieros e institucionales en el país de la firma. La estimación permite efectos fijos de país, año y país-año intercalando en las regresiones con los controles macroeconómicos para determinar qué controla mejor por las características del país en el tiempo, sin embargo, esta metodología no está libre de sesgos en investigaciones de finanzas corporativas (Flannery y Hankins, 2012), sin embargo, nuestro modelo capturaría una importante correlación en nuestros resultados.

Por otra parte, también especificamos un modelo que mide el efecto de inversionistas institucionales sobre el ratio Market-to-Book para darle robustez a nuestra estimación, entendiendo este ratio como otra medida de valoración de mercado de la empresa. Este modelo sigue la siguiente especificación:

$$MTB_{it} = \beta_0 + \beta'_k I_{it} + \varphi'_k X_{it} + \delta'_k MACRO_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Primero se calcula la suma del patrimonio total que es poseído por los cuatro accionistas mayoritarios. Luego se mide cuanto de esa participación de mercado pertenece a inversionistas institucionales. La categoría de inversionista institucional es para empresas privadas del tipo hedge fund, fondos de pensión, asesores de inversión, compañías de seguro o bancos. Se mide el control institucional proveniente de instituciones grises e independientes, además de diferenciar entre inversionistas locales y extranjeros. Por su parte, para medir el horizonte de inversión institucional, se sigue a Derrien et al (2012), donde se considera un inversionista de largo plazo a aquel que mantiene la acción por 2 años consecutivos o más, y de corto plazo si vende la acción en un plazo menor o igual a 1 año. La tabla 16 resume estadística descriptiva. Este estudio busca dilucidar qué tipo de inversionistas institucionales son responsables del premio en el valor de la empresa. Para eso comenzamos tomando la participación institucional total ( $IO_{i,t}$ ) y la regresionamos con las variables de interés (Q de Tobin y Market-to-book). Luego en la segunda etapa se divide la participación institucional de las 3 formas mencionadas. Los resultados de esta metodología son descritos en la sección III. Con esta etapa podremos medir qué tipo de accionista es el que genera el premio en valor de la empresa descrito en la literatura. Posteriormente decidimos dividir la participación institucional en cuatro, separando en tres regresiones, donde cada regresión mezcla dos características institucionales (color-geografía, color-horizonte y geografía-horizonte). Con esta metodología logramos identificar si las características combinadas son las que generan el efecto de monitoreo en las empresas.

Definimos las variables de política corporativa como sigue. Para la inversión, usamos el gasto de capital ( $capex/assets$ ), para el tamaño de la firma usamos el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(assets)$ ), para la deuda usamos el ratio

deuda total a total de activos ( $\text{debt/assets}$ ), para el pago de dividendos usamos el pago total sobre total de activos ( $\text{dividends/assets}$ ) y para las ventas de la empresa usamos el ratio ventas sobre total de activos ( $\text{sales/assets}$ ). Por último, controlamos por concentración de propiedad, midiendo la concentración de equity mantenido por los tres accionistas más grandes ( $c3$ ). Los controles macroeconómicos son obtenidos del banco mundial siguiendo la metodología de De-la-Hoz y Pombo (2016).

## IV. Resultados

### IV.1 Efecto de inversionistas institucionales en el valor de la firma.

En esta sección analizamos el efecto de la participación institucional total y como esta se divide en distintos tipos de instituciones. Nuestra regresión base se muestra en la tabla 1, donde ocupamos el método de regresión lineal entre un proxy de la Q de Tobin con un set de ratios de control propios de la firma, tales como el tamaño medido por el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), deuda total sobre total de activos ( $\text{debt/assets}$ ), ventas sobre total de activos ( $\text{sales/assets}$ ), gasto de capital sobre total de activos ( $\text{capex/assets}$ ), dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends/assets}$ ), concentración de propiedad medido por la suma de la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ). En la ecuación (1) tomamos la participación accionaria total de inversionistas institucionales ( $IO_{i,t}$ ) controlada por efectos fijos de año, país y país-año. Encontramos un efecto positivo de 0.57 puntos de Q de Tobin ( $t = 5.36$ ).

La ecuación (2) toma las mismas variables pero agrega el efecto cuadrático que puede tener la participación institucional ( $IO_{i,t}^2$ ). Los resultados sugieren que esta especificación ajusta mejor el modelo e incluso permite encontrar un máximo de participación institucional. El efecto de los institucionales aumenta en promedio 1.59

puntos la Q de Tobin ( $t = 5.79$ ), y su efecto es decreciente. El apéndice 1 muestra la derivación matemática para calcular la participación institucional óptima, siendo un 28.4% según la ecuación (2). En la ecuación (3) consideramos sólo la participación institucional ( $IO_{i,t}$ ) y especificamos el modelo como De-la-Hoz y Pombo (2016), donde se agregan los efectos macroeconómicos de una serie de indicadores del banco mundial definidos en la tabla 14, pero sacando los efectos fijos año-país para evitar multicolinealidad. Los resultados indican que en promedio los inversionistas institucionales aumentan el valor de mercado de las firmas en 0.64 puntos de Q de Tobin ( $t = 5.79$ ). Finalmente la ecuación (4) incorpora nuevamente el cuadrado de la participación institucional ( $IO_{i,t}^2$ ) a la metodología de De-la-Hoz y Pombo. Nuestros resultados indican que existe una participación institucional óptima de 28.1% y que en promedio los inversionistas institucionales aumentan en 1.74 la Q de Tobin ( $t = 10.38$ ). Estos resultados sugieren que la presencia de inversionistas institucionales tiene un efecto de monitoreo en las empresas, lo que es observado en la Q de Tobin como en otros estudios empíricos (Ferreira y Matos, 2008; De-la-Hoz y Pombo, 2016) y que su participación óptima en las empresas no debería ser mayoritaria. Los resultados tienen un mejor ajuste cuando el modelo es controlado por variables macroeconómicas propias de cada país en vez de simplemente por dummies país-año. Por otra parte, las variables de control propias de la firma resultan ser significativas con los efectos esperados en las columnas (3) y (4), donde existe un efecto negativo cuando las firmas crecen ( $-0.36, t = 19.36$  y  $-0.37, t = 19.63$ , respectivamente), un efecto negativo cuando las firmas están más endeudadas ( $-0.48, t = 8.20$  y  $-0.47, t = 7.94$ , respectivamente), un efecto positivo cuando aumentan sus ventas ( $0.24, t = 10.08$  y  $0.24, t = 10.43$ , respectivamente), un efecto positivo cuando aumentan su gasto de capital ( $1.06, t = 12.98$  y  $1.04, t = 12.71$ , respectivamente) y un efecto positivo cuando pagan más dividendos ( $1.40, t = 9.44$  y  $1.40, t = 9.41$ ,

respectivamente). La concentración de propiedad tiene un efecto positivo, pero no estadísticamente significativo (0.03,  $t = 0.79$  y 0.05,  $t = 1.30$ , respectivamente).

Adicionalmente buscamos medir si el efecto también se observa tomando la Q de Tobin de la industria. En la Tabla 2, las ecuaciones (1) y (2) miden el efecto transversal de la Q de Tobin por cada industria de cada país (Qtobi) a lo largo de la muestra y las ecuaciones (3) y (4) miden la Q de Tobin para cada industria de cada país en cada año (Qtobiy). Los resultados muestran que sigue existiendo una valoración positiva y significativa. La ecuación (2) indica que los inversionistas institucionales aumentan en 0.85 puntos la Q de Tobin a nivel de industria ( $t = 8.74$ ) y que el óptimo de participación institucional es un 29.8% por país-industria, mientras que la ecuación (4) indica hay un aumento promedio de 0.81 puntos en la Q de Tobin ( $t = 8.45$ ) y que el óptimo de participación es 29.2%. Estos resultados indican que la participación institucional debe ser alta para aprovechar su potencial de monitoreo, pero no mayoritaria. No obstante, sospechamos que estos resultados tengan un sesgo al no separar por heterogeneidad institucional, procedimiento explicado en la siguiente sección.

**Tabla 1:** Efecto de inversionistas institucionales sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) toma el porcentaje participación total de inversionistas institucionales y las ecuaciones incorporan la participación institucional al cuadrado (2). Las ecuaciones (3) y (4) realizan lo mismo que la (1) y (2) respectivamente, pero controlan por efectos macroeconómicos de cada país y dejan de controlar por efecto fijo de año-país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                           | (1)<br><i>Qtob</i>   | (2)<br><i>Qtob</i>   | (3)<br><i>Qtob</i>   | (4)<br><i>Qtob</i>   |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                   | -0.368***<br>(0.020) | -0.372***<br>(0.020) | -0.368***<br>(0.019) | -0.373***<br>(0.019) |
| <i>Debt/Assets</i>                  | -0.479***<br>(0.059) | -0.467***<br>(0.059) | -0.484***<br>(0.059) | -0.469***<br>(0.059) |
| <i>Sales/Assets</i>                 | 0.232***<br>(0.023)  | 0.230***<br>(0.023)  | 0.242***<br>(0.024)  | 0.240***<br>(0.023)  |
| <i>Capex/Assets</i>                 | 1.062***<br>(0.081)  | 1.047***<br>(0.081)  | 1.065***<br>(0.082)  | 1.043***<br>(0.082)  |
| <i>Dividends/Assets</i>             | 1.445***<br>(0.144)  | 1.439***<br>(0.143)  | 1.407***<br>(0.149)  | 1.403***<br>(0.149)  |
| <i>c3</i>                           | 0.068<br>(0.043)     | 0.081*<br>(0.043)    | 0.031<br>(0.039)     | 0.051<br>(0.039)     |
| <i>IO<sub>i,t</sub></i>             | 0.569***<br>(0.106)  | 1.528***<br>(0.160)  | 0.637***<br>(0.110)  | 1.744***<br>(0.168)  |
| <i>IO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -2.687***<br>(0.343) |                      | -3.096***<br>(0.362) |
| <i>Observations</i>                 | 40,047               | 40,047               | 40,047               | 40,047               |
| <i>R – squared</i>                  | 0.310                | 0.312                | 0.223                | 0.226                |
| <i>Number of id</i>                 | 6,789                | 6,789                | 6,789                | 6,789                |
| <i>Firm FE</i>                      | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                   | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                      | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>            | NO                   | NO                   | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>               | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |

**Tabla 2:** Efecto de inversionistas institucionales sobre Q de Tobin país-industria y país-año-industria.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. Las variables dependientes son el promedio de la Q de Tobin por país-industria ( $Qtobi$ ) y el promedio por país-industria-año ( $Qtobiy$ ). Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales y las ecuaciones (2) y (4) incorporan la participación institucional al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                        | (1)<br>$Qtobi$       | (2)<br>$Qtobi$       | (3)<br>$Qtobiy$      | (4)<br>$Qtobiy$      |
|----------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| $\ln(\text{Assets})$             | -0.197***<br>(0.011) | -0.199***<br>(0.011) | -0.180***<br>(0.010) | -0.182***<br>(0.010) |
| $\text{Debt}/\text{Assets}$      | -0.274***<br>(0.036) | -0.267***<br>(0.036) | -0.254***<br>(0.035) | -0.248***<br>(0.035) |
| $\text{Sales}/\text{Assets}$     | 0.155***<br>(0.014)  | 0.154***<br>(0.014)  | 0.142***<br>(0.014)  | 0.141***<br>(0.014)  |
| $\text{Capex}/\text{Assets}$     | 0.664***<br>(0.047)  | 0.655***<br>(0.047)  | 0.630***<br>(0.044)  | 0.620***<br>(0.044)  |
| $\text{Dividends}/\text{Assets}$ | 0.966***<br>(0.093)  | 0.963***<br>(0.093)  | 0.876***<br>(0.090)  | 0.874***<br>(0.090)  |
| $c3$                             | 0.033<br>(0.028)     | 0.040<br>(0.028)     | 0.047**<br>(0.022)   | 0.056**<br>(0.022)   |
| $IO_{i,t}$                       | 0.344***<br>(0.064)  | 0.857***<br>(0.098)  | 0.315***<br>(0.060)  | 0.812***<br>(0.091)  |
| $IO_{i,t}^2$                     |                      | -1.436***<br>(0.225) |                      | -1.388***<br>(0.201) |
| <i>Observations</i>              | 40,047               | 40,047               | 40,047               | 40,047               |
| <i>R – squared</i>               | 0.272                | 0.274                | 0.096                | 0.098                |
| <i>Number of id</i>              | 6,789                | 6,789                | 6,789                | 6,789                |
| <i>Firm FE</i>                   | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                   | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>         | NO                   | NO                   | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>            | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |

## IV.2 Impacto de la heterogeneidad institucional en el valor de la firma.

En esta sección queremos descomponer el efecto encontrado en las tablas 1 y 2 e investigar qué parte de la heterogeneidad institucional es responsable del premio en valoración de mercado, medido por un proxy de Q de Tobin. La tabla 3 muestra que la participación institucional es dividida por colores siguiendo a Ferreira y Matos (2008) en inversionistas grises e independientes. La ecuación (1) controla por la participación de cada color con  $GreyIO_{i,t}$  y  $IndepIO_{i,t}$  respectivamente además de efectos fijos de país, año y país-año. Los resultados muestran un efecto positivo y significativo de los inversionistas independientes sobre el valor de la firma, aumentando en promedio la Q de Tobin en 0.635 puntos ( $t = 5.46$ ) mientras que los inversionistas grises tienen un efecto bajo y positivo de 0.303 puntos, pero con menor significancia ( $t = 1.68$ ). La ecuación (2) agrega los efectos cuadráticos de cada variable ( $IndepIO_{i,t}^2$  y  $GreyIO_{i,t}^2$ ). Esta especificación muestra que el premio en valoración medido por Q de Tobin es atribuido a la participación de inversionistas institucionales independientes ( $IndepIO_{i,t}$ ), y que estos en promedio aumentan la Q de Tobin en 1.60 puntos ( $t = 9.69$ ). Además es posible calcular que el óptimo de inversionistas institucionales independientes corresponde a 27.8%<sup>2</sup> y no existe efecto significativo para inversionistas grises. Luego la ecuación (4) deja de controlar por efectos fijos de país-año y agrega una serie de controles macroeconómicos definidos en la tabla 14. Los resultados muestran que la participación institucional aumenta en 1.84 puntos la Q de Tobin ( $t = 10.55$ ) y no existe efecto para inversionistas grises.

Posteriormente realizamos la descomposición de la participación institucional en inversionistas de corto y de largo plazo siguiendo a Derrien et al (2012) y Yan y

---

<sup>2</sup> Derivación explicada en apéndice 1.

Zhang (2007). La tabla 4 resume los resultados. La estimación preliminar de la ecuación (1) controla por la participación total de inversionistas de corto (*ShortTermIO<sub>i,t</sub>*) y largo plazo (*LongTermIO<sub>i,t</sub>*), mientras que la ecuación (2) incorpora sus efectos cuadráticos. Tanto la ecuación (1) y (2) controla por efectos fijos de país, año y país-año. Los resultados muestran un efecto positivo de 2,21 puntos en la Q de Tobin ( $t = 10.20$ ) para la participación institucional de corto plazo, cuya participación óptima es 20.8%. Los inversionistas de largo plazo tienen un efecto positivo pero menor de 0.691 puntos ( $t = 4.06$ ). Estos resultados son consistentes con la visión de que inversionistas institucionales de corto plazo están mejor informados y apoya la visión de Yan y Zhang (2007) ya que su presencia en las empresas genera precios más informativos que facilitan un mejor financiamiento, decisiones de inversión y puede reducir el costo de capital.

Finalmente dividimos la participación institucional por geografía, para identificar si provienen del mismo país que la firma o del extranjero. La tabla 5 resume los resultados. La ecuación (1) controla por el control institucional local (*LocalIO<sub>i,t</sub>*) o extranjero (*ForeignIO<sub>i,t</sub>*) y por efectos fijos de país, año y país-año. Esta especificación encuentra un efecto positivo y significativo de inversionistas institucionales extranjeros de 0.639 puntos de Q de Tobin ( $t = 6.20$ ) y no encuentra efecto sobre inversionistas institucionales extranjeros ( $t = 1.56$ ). Luego la especificación (2) incorpora los efectos cuadráticos de cada variable de control institucional en la ecuación (1) y los mismos efectos fijos. La participación de inversionistas institucionales extranjeros tiene asociado un efecto positivo y significativo de 1.31 puntos en la Q de Tobin ( $t = 3.41$ ), y su participación óptima en la firma es de 16.8%, mientras que los inversionistas institucionales locales tienen un efecto positivo y significativo de 1.62 puntos ( $t = 9.56$ ), llegando a un óptimo en

la firma de 28.8%. Luego la especificación (3) sustituye los controles de efectos fijos país-año por controles macroeconómicos de cada país. La especificación muestra que el premio por monitoreo se atribuye sólo a inversionistas locales con un aumento promedio de 0.70 puntos de Q de Tobin ( $t = 6.67$ ). La especificación (4) incluye los mismos controles que (3) pero con efectos cuadráticos. Los resultados concluyen que tanto inversionistas extranjeros como locales monitorean la empresa exitosamente, pero los inversionistas locales monitorean mejor a la firma, con un efecto de 1,84 puntos en la Q de Tobin ( $t = 10.37$ ), comparado con el efecto de 1,38 ( $t = 3.49$ ) que poseen los institucionales extranjeros. La participación óptima de inversionistas institucionales locales es 28.2% y la de extranjeros es 16.2%. Estos resultados preliminares se someterán a un análisis de robustez en la próxima sección, utilizando el ratio Market-to-Book de las firmas como proxy de valor de mercado.

**Tabla 3:** Efecto del color institucional sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales grises e independientes y las ecuaciones (2) y (4) incorporan estas variables al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                | (1)<br><i>Qtob</i>   | (2)<br><i>Qtob</i>   | (3)<br><i>Qtob</i>   | (4)<br><i>Qtob</i>   |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                        | -0.367***<br>(0.020) | -0.372***<br>(0.020) | -0.369***<br>(0.019) | -0.373***<br>(0.019) |
| <i>Debt/Assets</i>                       | -0.479***<br>(0.058) | -0.467***<br>(0.059) | -0.483***<br>(0.059) | -0.469***<br>(0.059) |
| <i>Sales/Assets</i>                      | 0.231***<br>(0.023)  | 0.230***<br>(0.023)  | 0.242***<br>(0.024)  | 0.239***<br>(0.024)  |
| <i>Capex/Assets</i>                      | 1.060***<br>(0.081)  | 1.045***<br>(0.081)  | 1.062***<br>(0.082)  | 1.040***<br>(0.082)  |
| <i>Dividends/Assets</i>                  | 1.445***<br>(0.144)  | 1.440***<br>(0.143)  | 1.407***<br>(0.149)  | 1.405***<br>(0.148)  |
| <i>c3</i>                                | 0.068<br>(0.043)     | 0.081*<br>(0.043)    | 0.032<br>(0.039)     | 0.051<br>(0.039)     |
| <i>IndepIO<sub>i,t</sub></i>             | 0.634***<br>(0.116)  | 1.609***<br>(0.166)  | 0.715***<br>(0.123)  | 1.847***<br>(0.175)  |
| <i>IndepIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -2.889***<br>(0.378) |                      | -3.335***<br>(0.402) |
| <i>GreyIO<sub>i,t</sub></i>              | 0.303*<br>(0.180)    | 0.457*<br>(0.271)    | 0.315*<br>(0.187)    | 0.430<br>(0.280)     |
| <i>GreyIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                      | -0.423<br>(0.684)    |                      | -0.294<br>(0.710)    |
| <i>Observations</i>                      | 40,047               | 40,047               | 40,047               | 40,047               |
| <i>R – squared</i>                       | 0.310                | 0.312                | 0.223                | 0.226                |
| <i>Number of id</i>                      | 6,789                | 6,789                | 6,789                | 6,789                |
| <i>Firm FE</i>                           | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                        | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                           | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                 | YES                  | YES                  | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                    | NO                   | NO                   | YES                  | YES                  |

**Tabla 4:** Efecto del horizonte de inversión institucional sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales de corto y de largo plazo y las ecuaciones (2) y (4) incorporan estas variables al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                    | (1)<br><i>Qtob</i>   | (2)<br><i>Qtob</i>   | (3)<br><i>Qtob</i>   | (4)<br><i>Qtob</i>   |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                            | -0.369***<br>(0.020) | -0.373***<br>(0.020) | -0.369***<br>(0.019) | -0.373***<br>(0.019) |
| <i>Debt/Assets</i>                           | -0.476***<br>(0.058) | -0.468***<br>(0.058) | -0.481***<br>(0.059) | -0.471***<br>(0.059) |
| <i>Sales/Assets</i>                          | 0.230***<br>(0.023)  | 0.229***<br>(0.023)  | 0.241***<br>(0.024)  | 0.239***<br>(0.023)  |
| <i>Capex/Assets</i>                          | 1.055***<br>(0.081)  | 1.038***<br>(0.081)  | 1.056***<br>(0.082)  | 1.034***<br>(0.082)  |
| <i>Dividends/Assets</i>                      | 1.447***<br>(0.144)  | 1.439***<br>(0.144)  | 1.410***<br>(0.149)  | 1.403***<br>(0.149)  |
| <i>c3</i>                                    | 0.076*<br>(0.043)    | 0.091**<br>(0.043)   | 0.038<br>(0.039)     | 0.058<br>(0.039)     |
| <i>ShortTermIO<sub>i,t</sub></i>             | 1.041***<br>(0.136)  | 2.214***<br>(0.217)  | 1.049***<br>(0.140)  | 2.449***<br>(0.240)  |
| <i>ShortTermIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -5.322***<br>(0.812) |                      | -6.322***<br>(0.973) |
| <i>LongTermIO<sub>i,t</sub></i>              | 0.310***<br>(0.111)  | 0.691***<br>(0.170)  | 0.414***<br>(0.117)  | 0.862***<br>(0.177)  |
| <i>LongTermIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                      | -1.161***<br>(0.325) |                      | -1.365***<br>(0.341) |
| <i>Observations</i>                          | 40,047               | 40,047               | 40,047               | 40,047               |
| <i>R – squared</i>                           | 0.311                | 0.313                | 0.224                | 0.227                |
| <i>Number of id</i>                          | 6,789                | 6,789                | 6,789                | 6,789                |
| <i>Firm FE</i>                               | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                            | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                               | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                     | YES                  | YES                  | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                        | NO                   | NO                   | YES                  | YES                  |

**Tabla 5:** Efecto del horizonte de la geografía sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales locales y extranjeros. Las ecuaciones (2) y (4) incorporan estas variables al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                  | (1)<br><i>Qtob</i>   | (2)<br><i>Qtob</i>   | (3)<br><i>Qtob</i>   | (4)<br><i>Qtob</i>   |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                          | -0.379***<br>(0.021) | -0.384***<br>(0.021) | -0.385***<br>(0.020) | -0.389***<br>(0.020) |
| <i>Debt/Assets</i>                         | -0.529***<br>(0.061) | -0.520***<br>(0.061) | -0.529***<br>(0.062) | -0.519***<br>(0.062) |
| <i>Sales/Assets</i>                        | 0.252***<br>(0.025)  | 0.250***<br>(0.025)  | 0.262***<br>(0.025)  | 0.259***<br>(0.025)  |
| <i>Capex/Assets</i>                        | 1.067***<br>(0.086)  | 1.052***<br>(0.086)  | 1.066***<br>(0.087)  | 1.045***<br>(0.087)  |
| <i>Dividends/Assets</i>                    | 1.443***<br>(0.149)  | 1.437***<br>(0.148)  | 1.396***<br>(0.153)  | 1.392***<br>(0.153)  |
| <i>c3</i>                                  | 0.060<br>(0.049)     | 0.076<br>(0.049)     | 0.029<br>(0.043)     | 0.051<br>(0.043)     |
| <i>LocalIO<sub>i,t</sub></i>               | 0.639***<br>(0.103)  | 1.626***<br>(0.170)  | 0.708***<br>(0.106)  | 1.847***<br>(0.178)  |
| <i>LocalIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>   |                      | -2.816***<br>(0.375) |                      | -3.266***<br>(0.405) |
| <i>ForeignIO<sub>i,t</sub></i>             | 0.400<br>(0.256)     | 1.313***<br>(0.384)  | 0.377<br>(0.266)     | 1.381***<br>(0.395)  |
| <i>ForeignIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -3.892**<br>(1.718)  |                      | -4.245**<br>(1.746)  |
| <i>Observations</i>                        | 37,148               | 37,148               | 37,148               | 37,148               |
| <i>R – squared</i>                         | 0.321                | 0.324                | 0.238                | 0.241                |
| <i>Number of id</i>                        | 6,474                | 6,474                | 6,474                | 6,474                |
| <i>Firm FE</i>                             | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                          | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                             | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                   | YES                  | YES                  | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                      | NO                   | NO                   | YES                  | YES                  |

### IV.3 Análisis de robustez para el valor de la firma.

En esta sección exploramos cuales son los efectos de los inversionistas institucionales en el valor de mercado de las firmas usando como proxy por el ratio Market-to-Book. La estimación base se encuentra en la tabla 6. Nuestros resultados son consistentes con los encontrados en la tabla 1 y 2. En este caso, la ecuación (1) controla por dummies de país, año y país-año y por la participación institucional total. Los resultados muestran que existe un efecto positivo de los inversionistas institucionales sobre el ratio Market-to-Book, lo que significa que la participación de estos inversionistas añaden valor a la empresa en promedio 1.36 puntos por encima de su valor libro ( $t = 6.31$ ). La ecuación (2) estima el mismo modelo incorporando el cuadrado de la participación institucional. Los resultados de este modelo rectifican que efecto en el valor de la firma es positivo con un efecto promedio de 3.18 puntos ( $t = 8.66$ ). Por su parte la ecuación (3) y (4) incorporan los controles macroeconómicos de cada país siguiendo a De-la-Hoz y Pombo (2016), quitando efectos fijos por país-año. La ecuación (3) muestra aún un efecto positivo de los inversionistas institucionales sobre el Market-to-Book de 1.477 puntos sobre el valor libro de la firma ( $t = 6.62$ ). La ecuación (4) reafirma que existe un óptimo institucional que maximiza el ratio. Encontramos que la participación institucional aumenta en promedio 3.57 puntos el valor de mercado por sobre el valor libro ( $t = 9.44$ ), su efecto es decreciente y sería óptimo tener un 30,3% de participación institucional en las empresas.

Posterior al análisis agregado separamos la participación institucional al igual que las tablas 3, 4 y 5 respectivamente. La tabla 7 controla por colores institucionales, efectos fijos de país, año, país-año y efectos macroeconómicos. La tabla 7 encuentra que un leve efecto de 0.80 en el Market-to-Book ( $t = 2.18$ ) para inversionistas

institucionales grises en la ecuación (1), sin embargo, al controlar por los efectos cuadráticos de cada variable en la ecuación (2) este efecto prácticamente desaparece y los inversionistas independientes quienes poseen un premio de 3.40 en Market-to-Book ( $t = 9.41$ ) de las empresas que participan. Este efecto se refuerza al controlar por variables macroeconómicas propias de cada país en las ecuaciones (3) y (4). La ecuación (3) encuentra que los inversionistas institucionales independientes aumentan en promedio 1.63 puntos el ratio Market-to-Book ( $t = 6,61$ ). Por su parte la ecuación (4), al incluir el efecto cuadrático ( $IndepIO_{i,t}^2$ ) nos da un efecto de 3.82 puntos de Market-to-Book ( $t = 10,12$ ) y nos permite calcular el óptimo que cada empresa debería tener de este tipo de inversionista, lo que arroja un 295%. Esta evidencia sugiere que el óptimo encontrado en la tabla 6 es atribuible por completo a inversionistas institucionales independientes, tales como fondos mutuos o asesores de inversión.

Por otra parte, la tabla 8 vuelve a dividir la participación institucional por horizonte de inversión, siguiendo a Derrien et al (2012) y Yan y Zhang (2007). Nuestros resultados hacen robusto nuestro análisis en la tabla 4, ya que encontramos un efecto de 2.36 puntos sobre el Market-to-Book ( $t = 8.67$ ) en inversionistas institucionales de corto plazo en la columna (1). Sin embargo, los institucionales de largo plazo también logran hacer un monitoreo efectivo (0.81 puntos ( $t = 3.42$ )). La columna (4) de la tabla 8 nos muestra que los inversionistas institucionales de corto plazo tienen un efecto de 5.53 puntos sobre el Market-to-Book ( $t = 10.67$ ) y deberían tener un 19,1% de participación, mientras que para los inversionistas institucionales de largo plazo se encuentra un efecto de 1.65 en Market-to-Book ( $t = 4.36$ ). Los resultados sugieren que el monitoreo se obtiene para empresas que tienen inversionistas de corto plazo tal como lo propone Yan y Zhang (2007), sin embargo,

los inversionistas de largo plazo también tienen un efecto positivo en el valor de la firma, ya que sus empresas tienden a tener menos gasto de capital, reduciendo la sobre-inversión y su consecuente destrucción de valor (Celia, 2009).

Finalmente, para robustecer el análisis de la tabla 5 ocupamos las mismas variables que identifican si la geografía institucional tiene un efecto sobre el valor de mercado de las empresas. Efectivamente tanto inversionistas institucionales locales y extranjeros son buenos monitores de las empresas en las que invierten. En la tabla 9, la ecuación (2) indica un efecto de 2.74 puntos en ratio Market-to-Book ( $t = 3.50$ ) de los inversionistas institucionales extranjeros y que su participación óptima es de 31.8%. La especificación siguiendo a De-la-Hoz y Pombo (2016) en la ecuación (4) que incorpora controles macroeconómicos estima que el óptimo sería 30.6%, y su efecto marginal es de 2.84 puntos sobre el Market-to-Book ( $t = 3.54$ ). Para los inversionistas locales el efecto del monitoreo es aún mayor al de los extranjeros. La ecuación (2) muestra un efecto de 3.59 puntos sobre ratio Market-to-Book de las empresas en que participan ( $t = 8.58$ ). La especificación acorde a De-la-Hoz y Pombo (2016) en la ecuación (4) que incorpora controles macroeconómicos estima que el óptimo de inversionistas locales es un 30.6%, similar a lo estimado en la tabla 5, con un efecto de 3.96 puntos sobre el Market-to-Book ( $t = 9.13$ ). Los resultados son consistentes con la intuición de Jeong-Bon y Cheong (2015) que inversionistas institucionales extranjeros prefieren invertir en acciones con menos incertidumbre para superar sus desventajas informativas de operar desde el extranjero. Esto puede tener una implicancia en su efecto de monitoreo en los mercados financieros ya que inversionistas institucionales, dado su control de riesgo, sólo invertirán en empresas conocidas y no generarán externalidades positivas al mercado, entendiendo las externalidades como la información que proveen a otros inversionistas cuyos costos

de monitoreo son más altos. Por esta razón es natural que sean los inversionistas locales en países emergentes quienes participen en empresas más volátiles o menos conocidas y generen información valiosa al mercado, que de lo contrario nadie pudo haber detectado. Sin embargo, el efecto positivo detectado para inversionistas extranjeros es consistente la visión de la literatura, ya que estos inversionistas juegan un mayor rol en promover cambios en las prácticas de gobiernos corporativos que los inversionistas domésticos (Gillan y Starks, 2003; Ferreira y Matos, 2008).

**Tabla 6:** Efecto de la participación institucional sobre Market-to-Book.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es el ratio Market-to-Book para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales. Las ecuaciones (2) y (4) incorporan esta variable al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                           | (1)<br><i>MTB</i>    | (2)<br><i>MTB</i>    | (3)<br><i>MTB</i>    | (4)<br><i>MTB</i>    |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                   | -0.794***<br>(0.043) | -0.804***<br>(0.043) | -0.795***<br>(0.041) | -0.804***<br>(0.041) |
| <i>Debt/Assets</i>                  | 1.150***<br>(0.138)  | 1.173***<br>(0.138)  | 1.133***<br>(0.141)  | 1.159***<br>(0.141)  |
| <i>Sales/Assets</i>                 | 0.485***<br>(0.050)  | 0.481***<br>(0.050)  | 0.505***<br>(0.051)  | 0.499***<br>(0.051)  |
| <i>Capex/Assets</i>                 | 1.945***<br>(0.163)  | 1.915***<br>(0.163)  | 1.929***<br>(0.164)  | 1.887***<br>(0.164)  |
| <i>Dividends/Assets</i>             | 5.340***<br>(0.358)  | 5.329***<br>(0.358)  | 5.225***<br>(0.368)  | 5.217***<br>(0.369)  |
| <i>c3</i>                           | 0.040<br>(0.090)     | 0.065<br>(0.090)     | -0.007<br>(0.081)    | 0.030<br>(0.081)     |
| <i>IO<sub>i,t</sub></i>             | 1.365***<br>(0.216)  | 3.189***<br>(0.368)  | 1.477***<br>(0.223)  | 3.578***<br>(0.379)  |
| <i>IO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -5.120***<br>(1.013) |                      | -5.889***<br>(1.039) |
| <i>Observations</i>                 | 39,995               | 39,995               | 39,995               | 39,995               |
| <i>R – squared</i>                  | 0.320                | 0.322                | 0.230                | 0.232                |
| <i>Number of id</i>                 | 6,785                | 6,785                | 6,785                | 6,785                |
| <i>Firm FE</i>                      | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                   | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                      | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>            | YES                  | YES                  | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>               | NO                   | NO                   | YES                  | YES                  |

**Tabla 7:** Efecto del color institucional sobre el Market-to-Book.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es el ratio Market-to-Book para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales grises e independientes. Las ecuaciones (2) y (4) incorporan estas variables al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                | (1)<br><i>MTB</i>    | (2)<br><i>MTB</i>    | (3)<br><i>MTB</i>    | (4)<br><i>MTB</i>    |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                        | -0.794***<br>(0.043) | -0.803***<br>(0.043) | -0.795***<br>(0.041) | -0.804***<br>(0.041) |
| <i>Debt/Assets</i>                       | 1.151***<br>(0.138)  | 1.174***<br>(0.138)  | 1.134***<br>(0.141)  | 1.160***<br>(0.141)  |
| <i>Sales/Assets</i>                      | 0.484***<br>(0.050)  | 0.481***<br>(0.050)  | 0.504***<br>(0.051)  | 0.499***<br>(0.051)  |
| <i>Capex/Assets</i>                      | 1.940***<br>(0.163)  | 1.911***<br>(0.163)  | 1.924***<br>(0.164)  | 1.881***<br>(0.164)  |
| <i>Dividends/Assets</i>                  | 5.340***<br>(0.357)  | 5.332***<br>(0.358)  | 5.224***<br>(0.368)  | 5.221***<br>(0.369)  |
| <i>c3</i>                                | 0.040<br>(0.090)     | 0.065<br>(0.090)     | -0.005<br>(0.081)    | 0.031<br>(0.081)     |
| <i>IndepIO<sub>i,t</sub></i>             | 1.503***<br>(0.235)  | 3.407***<br>(0.362)  | 1.635***<br>(0.247)  | 3.829***<br>(0.378)  |
| <i>IndepIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -5.651***<br>(1.041) |                      | -6.479***<br>(1.080) |
| <i>GreyIO<sub>i,t</sub></i>              | 0.802**<br>(0.367)   | 1.007*<br>(0.574)    | 0.826**<br>(0.380)   | 0.946<br>(0.599)     |
| <i>GreyIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                      | -0.503<br>(1.560)    |                      | -0.221<br>(1.629)    |
| <i>Observations</i>                      | 39,995               | 39,995               | 39,995               | 39,995               |
| <i>R – squared</i>                       | 0.320                | 0.322                | 0.230                | 0.232                |
| <i>Number of id</i>                      | 6,785                | 6,785                | 6,785                | 6,785                |
| <i>Firm FE</i>                           | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                        | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                           | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                 | YES                  | YES                  | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                    | NO                   | NO                   | YES                  | YES                  |

**Tabla 8:** Efecto del horizonte de inversión institucional sobre el Market-to-Book.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es el ratio Market-to-Book para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales de corto y de largo plazo y las ecuaciones (2) y (4) incorporan estas variables al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                    | (1)<br><i>MTB</i>    | (2)<br><i>MTB</i>     | (3)<br><i>MTB</i>    | (4)<br><i>MTB</i>     |
|--|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                            | -0.798***<br>(0.043) | -0.805***<br>(0.043)  | -0.797***<br>(0.041) | -0.804***<br>(0.042)  |
| <i>Debt/Assets</i>                           | 1.157***<br>(0.138)  | 1.173***<br>(0.138)   | 1.138***<br>(0.140)  | 1.158***<br>(0.140)   |
| <i>Sales/Assets</i>                          | 0.481***<br>(0.050)  | 0.478***<br>(0.050)   | 0.501***<br>(0.051)  | 0.497***<br>(0.051)   |
| <i>Capex/Assets</i>                          | 1.929***<br>(0.163)  | 1.889***<br>(0.162)   | 1.910***<br>(0.164)  | 1.861***<br>(0.164)   |
| <i>Dividends/Assets</i>                      | 5.345***<br>(0.357)  | 5.327***<br>(0.357)   | 5.232***<br>(0.368)  | 5.215***<br>(0.368)   |
| <i>c3</i>                                    | 0.059<br>(0.090)     | 0.092<br>(0.090)      | 0.007<br>(0.081)     | 0.050<br>(0.081)      |
| <i>ShortTermIO<sub>i,t</sub></i>             | 2.367***<br>(0.273)  | 5.111***<br>(0.471)   | 2.341***<br>(0.283)  | 5.530***<br>(0.518)   |
| <i>ShortTermIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -12.552***<br>(1.809) |                      | -14.510***<br>(2.134) |
| <i>LongTermIO<sub>i,t</sub></i>              | 0.811***<br>(0.237)  | 1.326***<br>(0.370)   | 1.004***<br>(0.244)  | 1.645***<br>(0.377)   |
| <i>LongTermIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                      | -1.599*<br>(0.929)    |                      | -1.987**<br>(0.923)   |
| <i>Observations</i>                          | 39,995               | 39,995                | 39,995               | 39,995                |
| <i>R – squared</i>                           | 0.321                | 0.323                 | 0.231                | 0.234                 |
| <i>Number of id</i>                          | 6,785                | 6,785                 | 6,785                | 6,785                 |
| <i>Firm FE</i>                               | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   |
| <i>Country FE</i>                            | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   |
| <i>Year FE</i>                               | YES                  | YES                   | YES                  | YES                   |
| <i>Country – year FE</i>                     | YES                  | YES                   | NO                   | NO                    |
| <i>Macro Controls</i>                        | NO                   | NO                    | YES                  | YES                   |

**Tabla 9:** Efecto del horizonte de la geografía sobre el Market-to-Book

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) a través de 4 criterios de separación de la muestra según la participación de inversionistas institucionales. La variable dependiente es el ratio Market-to-Book para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos ( $\ln(\text{assets})$ ), el ratio de deuda a total de activos ( $\text{debt}/\text{assets}$ ), el ratio de ventas sobre total de activos ( $\text{sales}/\text{assets}$ ), el ratio gasto de capital a total de activos ( $\text{capex}/\text{assets}$ ), el ratio de dividendos sobre total de activos ( $\text{dividends}/\text{assets}$ ), la concentración de propiedad medida como la participación de los tres accionistas mayoritarios ( $c3$ ) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) y (3) toman el porcentaje participación total de inversionistas institucionales locales y extranjeros. Las ecuaciones (2) y (4) incorporan estas variables al cuadrado. Todas las ecuaciones controlan por efectos macroeconómicos de cada país. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                  | (1)<br><i>MTB</i>    | (2)<br><i>MTB</i>    | (3)<br><i>MTB</i>    | (4)<br><i>MTB</i>    |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Ln(Assets)</i>                          | -0.818***<br>(0.047) | -0.827***<br>(0.047) | -0.829***<br>(0.045) | -0.837***<br>(0.045) |
| <i>Debt/Assets</i>                         | 1.144***<br>(0.145)  | 1.162***<br>(0.145)  | 1.142***<br>(0.148)  | 1.161***<br>(0.148)  |
| <i>Sales/Assets</i>                        | 0.519***<br>(0.053)  | 0.514***<br>(0.053)  | 0.540***<br>(0.054)  | 0.533***<br>(0.054)  |
| <i>Capex/Assets</i>                        | 1.971***<br>(0.175)  | 1.940***<br>(0.174)  | 1.946***<br>(0.175)  | 1.902***<br>(0.175)  |
| <i>Dividends/Assets</i>                    | 5.439***<br>(0.369)  | 5.426***<br>(0.370)  | 5.311***<br>(0.380)  | 5.302***<br>(0.381)  |
| <i>c3</i>                                  | 0.006<br>(0.100)     | 0.040<br>(0.100)     | -0.030<br>(0.089)    | 0.016<br>(0.089)     |
| <i>LocalIO<sub>i,t</sub></i>               | 1.611***<br>(0.236)  | 3.587***<br>(0.418)  | 1.702***<br>(0.242)  | 3.957***<br>(0.433)  |
| <i>LocalIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>   |                      | -5.632***<br>(1.211) |                      | -6.461***<br>(1.272) |
| <i>ForeignIO<sub>i,t</sub></i>             | 0.669<br>(0.508)     | 2.735***<br>(0.780)  | 0.602<br>(0.529)     | 2.842***<br>(0.802)  |
| <i>ForeignIO<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                      | -8.852***<br>(3.010) |                      | -9.536***<br>(3.082) |
| <i>Observations</i>                        | 37,110               | 37,110               | 37,110               | 37,110               |
| <i>R – squared</i>                         | 0.331                | 0.333                | 0.244                | 0.247                |
| <i>Number of id</i>                        | 6,468                | 6,468                | 6,468                | 6,468                |
| <i>Firm FE</i>                             | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country FE</i>                          | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Year FE</i>                             | YES                  | YES                  | YES                  | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                   | YES                  | YES                  | NO                   | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                      | NO                   | NO                   | YES                  | YES                  |

#### IV.4 Mezcla entre tipos de institucionales y el valor de la firma.

En esta sección separamos la participación institucional de la sección anterior mezclando las tres características, es decir, si el inversionista es local/extranjero, si son de corto/largo plazo y si son grises/independientes. Para esto realizamos una descomposición como se muestra en el cuadro 1. A continuación realizamos regresiones para identificar qué mezcla de características institucionales son responsables del premio en valor de mercado de la firma. Las tablas 10, 11 y 12 controlan por color-horizonte, color-geografía y horizonte-geografía respectivamente. En la columna (1) de la tabla 10 controlamos por efectos fijos para país, año y país-año en vez de considerar los controles macroeconómicos. La especificación en la columna (1) y (2) encuentran un poco significativo en la participación de inversionistas grises de corto plazo (1.52,  $t = 1.93$  y 3.41,  $t = 1.67$ , respectivamente) y lo atribuye a inversionistas locales (3.02,  $t = 2.99$  y 6.60,  $t = 3.52$ , respectivamente). Al controlar por variables macroeconómicas el efecto es atribuido netamente a inversionistas independientes de corto plazo según las columnas (3) y (4) (2.55,  $t = 2.37$  y 5.59,  $t = 2.87$ , respectivamente). Estos resultados son consistentes con los encontrados en la sección anterior, donde el premio en valor de la firma es encontrado para inversionistas de corto plazo e independientes, pero en esta especificación mezclamos ambas características en una sola variable y el efecto en el valor de la firma se hace aún mayor. El óptimo de inversionistas institucionales independientes de corto plazo es 6.6%.

Posteriormente, la tabla 11 realiza la misma medición mezclando las características de color y origen geográfico del inversionista institucional. Los resultados en las columnas (1), (2), (3) y (4) no encuentran efecto alguno para inversionistas ningún inversionista, esto debido a que el efecto no se hace evidente

cuando se realiza la descomposición por localización geográfica, sino más bien importan las características como el color y el horizonte de inversión (color-horizonte).

Finalmente, la tabla 12 separa la participación institucional por horizonte de inversión y geografía de los inversionistas institucionales. Los resultados son consistentes con lo expuesto en la sección (IV.3) ya que el mayor premio encontrado es atribuible a inversionistas locales y de corto plazo en las columnas (3) y (4) (0.50,  $t = 5.79$  y 1.02,  $t = 8.30$  respectivamente), sin embargo, los extranjeros de corto plazo también generan un monitoreo efectivo en las columnas (1), (2) y (3) (0.40,  $t = 2.46$ , 0.55,  $t = 2.12$  y 0.37,  $t = 2.25$ , respectivamente) esto es consistente con la literatura, ya que se atribuye un premio a la característica de inversionista de corto plazo, pero la descomposición por localización geográfica no hace evidente este efecto, puesto que ambos también generan un efecto de monitoreo. El efecto positivo que generan los inversionistas locales posiblemente se explica a su menor tendencia a invertir en empresas conocidas, revelando información al mercado sobre empresas menos conocidas, lo que genera al mercado menores costos de monitoreo (Jeong-Bon y Cheong, 2015). Según la estimación en la columna (4), los inversionistas locales y de corto plazo tienen una participación óptima de 39.7%. Por otra parte, la característica de inversionista de largo plazo también tiene un efecto positivo en el valor de la Q de Tobin. Las columnas (1) y (3) muestran que inversionistas institucionales locales y de largo plazo tienen un efecto de monitoreo en las empresas (0.16,  $t = 2.0$  y 0.18,  $t = 2.32$  respectivamente), con un efecto aún mayor cuando son extranjeros en las columnas (2), (3) y (4) (0.34,  $t = 1.69$ , 0.22,  $t = 1.80$  y 0.44,  $t = 2.06$  respectivamente). Estos resultados concuerdan con la visión de que empresas cuyos inversionistas son de largo plazo pueden implementar correctamente una

estrategia corporativa estable y sin presiones de corto plazo (Beyer, Larcker, and Tayan, 2014), además existe otra visión de que los inversionistas extranjeros ayudan a promover más cambios en las prácticas de gobiernos corporativos que los locales (Ferreira y Matos, 2008, Gillan y Starks, 2003).

**Cuadro 1:** Subdivisión de Inversionistas Institucionales.

La participación de inversionistas institucionales es heterogénea y compleja. El cuadro señala el tipo de inversionista resultante al mezclar dos características de inversionistas institucionales y su respectivo nombre dentro de la regresión. Cada división representa es el porcentaje de inversionistas institucionales con ambas categorías en la empresa. Si sumamos todas las categorías de una subdivisión tenemos la participación institucional total en la empresa. La subdivisión es la variable de control para medir el control institucional. Nos sirven para testear qué tipo de característica domina en el premio en valoración.

| Subdivisión de inversionistas por color y horizonte de inversión     |                                       |  |
|--|---------------------------------------|--|
|  | Largo Plazo                           | Corto Plazo                            |
| Gris   | <i>LongTerm_Grey<sub>i,t</sub></i>    | <i>ShortTerm_Grey<sub>i,t</sub></i>    |
| Independiente  | <i>LongTerm_Indep<sub>i,t</sub></i>   | <i>ShortTerm_Indep<sub>i,t</sub></i>   |
| Subdivisión de inversionistas por geografía y horizonte de inversión |                                       |  |
|  | Largo Plazo                           | Corto Plazo                            |
| Locales  | <i>LongTerm_Local<sub>i,t</sub></i>   | <i>ShortTerm_Local<sub>i,t</sub></i>   |
| Extranjeros  | <i>LongTerm_Foreign<sub>i,t</sub></i> | <i>ShortTerm_Foreign<sub>i,t</sub></i> |
| Subdivisión de inversionistas por color y geografía                  |                                       |  |
|  | Locales                               | Extranjeros                            |
| Gris   | <i>Local_Grey<sub>i,t</sub></i>       | <i>Foreign_Grey<sub>i,t</sub></i>      |
| Independiente  | <i>Local_Indep<sub>i,t</sub></i>      | <i>Foreign_Indep<sub>i,t</sub></i>     |

**Tabla 10:** División de inversionistas institucionales en color/horizonte sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) separando la participación institucional por color y horizonte de inversión. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes específicas de la firma corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos (size), el ratio de deuda a total de activos (dtt), la deuda de largo plazo sobre el total de deuda (ltdtd), el ratio de ventas sobre total de activos (sales2a), el ratio de efectivo sobre total de activos (cash2a), la concentración de propiedad medida como la participación del accionista mayoritario (p1) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) toma el porcentaje participación total de inversionistas institucionales subdividido por color y horizonte. La columna (2) agrega las variables al cuadrado. La columna (3) controla por efectos macroeconómicos sin considerar las variables al cuadrado. La columna (4) considera también las variables al cuadrado. Hemos controlado por los efectos temporales y sectoriales. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES  | (1)<br><i>Qtob</i>  | (2)<br><i>Qtob</i>    | (3)<br><i>Qtob</i> | (4)<br><i>Qtob</i>   |
|--|---------------------|-----------------------|--------------------|----------------------|
| <i>ShortTerm_Indep<sub>i,t</sub></i>             | 3.026***<br>(1.012) | 6.597***<br>(1.872)   | 2.553**<br>(1.076) | 5.689***<br>(1.980)  |
| <i>ShortTerm_Indep<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                     | -49.963**<br>(21.947) |                    | -43.549*<br>(25.113) |
| <i>ShortTerm_Grey<sub>i,t</sub></i>              | 1.616<br>(1.061)    | 3.406*<br>(2.043)     | 1.221<br>(1.077)   | 1.434<br>(2.151)     |
| <i>ShortTerm_Grey<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                     | -17.140<br>(11.142)   |                    | -3.112<br>(11.250)   |
| <i>LongTerm_Indep<sub>i,t</sub></i>              | -0.050<br>(0.438)   | -0.290<br>(0.737)     | 0.108<br>(0.479)   | 0.113<br>(0.785)     |
| <i>LongTerm_Indep<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                     | 1.192<br>(1.914)      |                    | 0.188<br>(2.142)     |
| <i>LongTerm_Grey<sub>i,t</sub></i>               | 0.386<br>(0.931)    | -0.009<br>(1.506)     | 0.723<br>(0.984)   | 0.187<br>(1.640)     |
| <i>LongTerm_Grey<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>   |                     | 2.153<br>(5.157)      |                    | 2.746<br>(5.587)     |
| <i>Observations</i>                              | 40,047              | 40,047                | 40,047             | 40,047               |
| <i>R – squared</i>                               | 0.309               | 0.309                 | 0.222              | 0.222                |
| <i>Number of id</i>                              | 6,789               | 6,789                 | 6,789              | 6,789                |
| <i>Specific – firm controls</i>                  | YES                 | YES                   | YES                | YES                  |
| <i>Firm FE</i>                                   | YES                 | YES                   | YES                | YES                  |
| <i>Country FE</i>                                | YES                 | YES                   | YES                | YES                  |
| <i>Year FE</i>                                   | YES                 | YES                   | YES                | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                         | YES                 | YES                   | NO                 | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                            | NO                  | NO                    | YES                | YES                  |

**Tabla 11:** División de inversionistas institucionales en color/geografía sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) separando la participación institucional por color y geografía de los institucionales. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes específicas de la firma corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos (*size*), el ratio de deuda a total de activos (*dtta*), la deuda de largo plazo sobre el total de deuda (*ltdtd*), el ratio de ventas sobre total de activos (*sales2a*), el ratio de efectivo sobre total de activos (*cash2a*), la concentración de propiedad medida como la participación del accionista mayoritario (*p1*) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) toma el porcentaje participación total de inversionistas institucionales subdividido por color y geografía. La columna (2) agrega las variables al cuadrado. La columna (3) controla por efectos macroeconómicos sin considerar las variables al cuadrado. La columna (4) considera también las variables al cuadrado. Hemos controlado por los efectos temporales y sectoriales. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES                                      | (1)<br><i>Qtob</i> | (2)<br><i>Qtob</i> | (3)<br><i>Qtob</i> | (4)<br><i>Qtob</i> |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <i>Local_Grey<sub>i,t</sub></i>                | 0.208<br>(0.403)   | 1.161<br>(1.172)   | 0.550<br>(0.452)   | 1.573<br>(1.257)   |
| <i>Local_Grey<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>    |                    | -4.513<br>(3.986)  |                    | -4.887<br>(4.258)  |
| <i>Local_Indep<sub>i,t</sub></i>               | 0.364<br>(0.456)   | 0.566<br>(0.709)   | 0.499<br>(0.499)   | 0.727<br>(0.727)   |
| <i>Local_Indep<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>   |                    | -0.772<br>(2.053)  |                    | -0.896<br>(2.236)  |
| <i>Foreign_Grey<sub>i,t</sub></i>              | -9.607<br>(5.865)  | -10.585<br>(8.510) | -10.183<br>(6.334) | -11.998<br>(8.789) |
| <i>Foreign_Grey<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                    | 10.574<br>(71.492) |                    | 19.553<br>(78.008) |
| <i>Foreign_Indep<sub>i,t</sub></i>             | 0.427<br>(1.519)   | 0.003<br>(2.759)   | 0.331<br>(1.591)   | -0.437<br>(2.922)  |
| <i>Foreign_Indep<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                    | 5.556<br>(26.662)  |                    | 9.911<br>(26.876)  |
| <i>Observations</i>                            | 37,148             | 37,148             | 37,148             | 37,148             |
| <i>R – squared</i>                             | 0.320              | 0.320              | 0.236              | 0.236              |
| <i>Number of id</i>                            | 6,474              | 6,474              | 6,474              | 6,474              |
| <i>Specific – firm controls</i>                | YES                | YES                | YES                | YES                |
| <i>Firm FE</i>                                 | YES                | YES                | YES                | YES                |
| <i>Country FE</i>                              | YES                | YES                | YES                | YES                |
| <i>Year FE</i>                                 | YES                | YES                | YES                | YES                |
| <i>Country – year FE</i>                       | YES                | YES                | NO                 | NO                 |
| <i>Macro Controls</i>                          | NO                 | NO                 | YES                | YES                |

**Tabla 12:** División de inversionistas institucionales en horizonte/geografía sobre Q de Tobin.

Coefficientes estimados [estadístico-t] del modelo base propuesto por Ferreira y Matos (2008) separando la participación institucional por horizonte de inversión y geografía de los institucionales. La variable dependiente es la Q de Tobin para todas las estimaciones. Las variables independientes específicas de la firma corresponden al tamaño de la firma medido como el logaritmo natural del total de activos (*size*), el ratio de deuda a total de activos (*dtta*), la deuda de largo plazo sobre el total de deuda (*ltdtd*), el ratio de ventas sobre total de activos (*sales2a*), el ratio de efectivo sobre total de activos (*cash2a*), la concentración de propiedad medida como la participación del accionista mayoritario (*p1*) y variables de control macroeconómico para todos los países detallados en la tabla 13. La ecuación (1) toma el porcentaje participación total de inversionistas institucionales subdividido por horizonte de inversión y geografía. La columna (2) agrega las variables al cuadrado. La columna (3) controla por efectos macroeconómicos sin considerar las variables al cuadrado. La columna (4) considera también las variables al cuadrado. Hemos controlado por los efectos temporales y sectoriales. \*\*\* indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, \*\* inferior al 5% y \* inferior al 10%.

| VARIABLES  | (1)<br><i>Qtob</i>  | (2)<br><i>Qtob</i>   | (3)<br><i>Qtob</i>  | (4)<br><i>Qtob</i>   |
|--|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|
| <i>ShortTerm_Foreign<sub>i,t</sub></i>             | 0.401**<br>(0.163)  | 0.550**<br>(0.259)   | 0.368**<br>(0.163)  | 0.408<br>(0.261)     |
| <i>ShortTerm_Foreign<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i> |                     | -0.540<br>(0.440)    |                     | -0.218<br>(0.447)    |
| <i>LongTerm_Foreign<sub>i,t</sub></i>              | 0.181<br>(0.118)    | 0.338*<br>(0.200)    | 0.220*<br>(0.122)   | 0.438**<br>(0.212)   |
| <i>LongTerm_Foreign<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>  |                     | -0.241<br>(0.297)    |                     | -0.349<br>(0.325)    |
| <i>ShortTerm_Local<sub>i,t</sub></i>               | 0.498***<br>(0.086) | 1.022***<br>(0.123)  | 0.494***<br>(0.086) | 1.118***<br>(0.125)  |
| <i>ShortTerm_Local<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>   |                     | -1.205***<br>(0.204) |                     | -1.406***<br>(0.214) |
| <i>LongTerm_Local<sub>i,t</sub></i>                | 0.160**<br>(0.080)  | -0.157<br>(0.129)    | 0.184**<br>(0.079)  | -0.052<br>(0.123)    |
| <i>LongTerm_Local<sub>i,t</sub><sup>2</sup></i>    |                     | 0.419***<br>(0.129)  |                     | 0.309**<br>(0.127)   |
| <i>Observations</i>                                | 37,148              | 37,148               | 37,148              | 37,148               |
| <i>R – squared</i>                                 | 0.322               | 0.323                | 0.238               | 0.239                |
| <i>Number of id</i>                                | 6,474               | 6,474                | 6,474               | 6,474                |
| <i>Specific – firm controls</i>                    | YES                 | YES                  | YES                 | YES                  |
| <i>Firm FE</i>                                     | YES                 | YES                  | YES                 | YES                  |
| <i>Country FE</i>                                  | YES                 | YES                  | YES                 | YES                  |
| <i>Year FE</i>                                     | YES                 | YES                  | YES                 | YES                  |
| <i>Country – year FE</i>                           | YES                 | YES                  | NO                  | NO                   |
| <i>Macro Controls</i>                              | NO                  | NO                   | YES                 | YES                  |

## V. Conclusiones

El objetivo de esta tesis es investigar el rol que cumplen los inversionistas institucionales en relación a los recursos e incentivos de supervisión a las empresas en las cuales participan en su propiedad. Usando una base de empresas listadas pertenecientes a 14 países emergentes para periodo 2003-2014, nuestro objetivo es investigar si la naturaleza de los inversionistas institucionales influye sobre la función de monitoreo en el mundo emergente.

Para capturar heterogeneidad entre inversionistas institucionales hemos utilizado la definición propuesta por Ferreira y Matos (2008) con respecto al color de los inversionistas (Gris o Independiente), a su localización geográfica (Extranjero o Local) y al horizonte de inversión propuesto por Derrien et al. (2012) y por Yan y Zhang (2007).

Los resultados obtenidos se pueden clasificar en tres grandes grupos, dependiendo de la definición de inversor institucional. En primer lugar, nuestros resultados avalan la noción de que inversores independientes cumplen un rol activo en la supervisión de los internos en la empresa. Por ejemplo, los inversores independientes pueden ejercer presión a los internos puesto que mantienen menos relaciones de largo plazo con ellos, por lo que su vía de penalización será el mercado y por tanto los internos podrían tener incentivos a tomar decisiones óptimas que maximicen el valor de la empresa. Esto es consistente con la intuición de que los inversionistas institucionales independientes pueden comunicar directamente sus intereses a la administración corporativa, o indirectamente, vendiendo su participación (conocido como el “Wall Street Walk”). Por otro lado, nuestros resultados ponen de manifiesto que inversores grises carecen de incentivos para la supervisión.

En segundo lugar, nuestros resultados sugieren que los inversores extranjeros mejoran los estándares de gobierno corporativo de las empresas en que invierten, por lo que su efecto sobre el valor de la empresa es positivo. De igual manera, los inversores locales tienen un efecto positivo sobre el valor de la empresa. En su conjunto, la evidencia sugiere que tanto inversionistas locales como extranjeros son efectivos monitores, siendo los locales quienes se atreven a invertir en empresas menos conocidas, generando información para otros inversionistas en el mercado (Jeong-Bon y Cheong, 2015), mientras que los extranjeros ayudan a promover mejores prácticas en los gobiernos corporativos (Gillan y Starks, 2003).

En tercer lugar, el horizonte del inversor institucional es relevante. Nuestros resultados apoyan la visión que inversionistas institucionales de corto plazo generan disminución en el costo de monitoreo de las empresas en las que invierten al estar mejor informados (Yan y Zhang, 2007), mientras que los de largo plazo alinean la estrategia corporativa a su visión de largo plazo, y hace que las empresas se vean menos motivadas a presiones por generar retornos de corto plazo (Harford et al, 2015; Beyer, Larcker y Tayan, 2014).

Las implicancias de nuestros resultados sugieren que las empresas deberían tener una mayor participación de inversionistas institucionales de manera de disminuir la expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios. La participación institucional ha ayudado a tratar el problema de agencia en las empresas, facilitando el flujo de información entre las acciones de los gerentes y los accionistas de mercados emergentes. Encontramos que inversionistas de corto plazo realizan sus transacciones en base a información disponible y que inversionistas independientes transan en base a esa información. Esta tesis investigó cuales eran las características institucionales que disminuían la divergencia de intereses entre accionistas y gerentes, y por lo tanto

incrementan el valor de mercado de las empresas. Dada la escasez de evidencia en esta materia y la creciente participación de instituciones en los mercados financieros, sería interesante mirar el impacto que tienen los inversionistas institucionales en la asignación de flujos de caja que acumulan las empresas o reduciendo (aumentando) la sobreinversión (subinversión). Además, dado que no todos son monitores directos (algunos inversores “votan con los pies” mientras que otros usan su voto directamente en el directorio) sería interesante analizar cuál de estas prácticas es más efectiva desde el punto de vista del monitoreo y entender bajo qué circunstancias toman cada opción. Esto podría ayudar a los que hacen políticas a entender si las barreras a concentración de propiedad en mano de inversionistas institucionales deben ser despreciadas o apoyadas.

## VI. Apéndice

### Apéndice 1: Derivación del óptimo de inversionistas institucionales.

Nuestro modelo econométrico especifica que la participación institucional puede tener un máximo. Tomando como base la ecuación (1), los inversionistas institucionales afectan en  $\beta'_k II_{it}$  al valor de la firma. Si descomponemos este valor en con su efecto cuadrático tenemos:

$$\beta'_k II_{it} = \beta_1 II_{it} + \beta_2 II_{it}^2 \quad (2)$$

Nótese que  $II_{it}$  puede corresponder a inversionistas totales o separados por color, horizonte o geografía. Si reemplazamos la ecuación (2) y derivamos con respecto a la participación institucional e igualamos a cero tenemos lo siguiente:

$$\frac{\partial Q_{it}}{\partial II_{it}} = \beta_1 + 2\beta_2 II_{it} = 0 \quad (3)$$

De la ecuación (3) se puede obtener que el óptimo de inversionistas institucionales es  $II_{it}^* = -\frac{\beta_1}{2\beta_2}$ , donde  $\beta_1, \beta_2$  son los coeficientes de cada ecuación cuadrática expresada en las tablas de regresión.

**Tabla 13:** Descripción de variables de control institucional

| Abreviación   | Variable      | Definición  |
|---|---------------|---|
| <b>VARIABLES DE CONTROL DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES</b> |               |   |
| $IO_{i,t}$  | Inversionista | Participación de institucionales totales.                       |
| $IO_{i,t}^2$  | Inversionista | Participación de institucionales totales al cuadrado.           |
| $IndepIO_{i,t}$   | Inversionista | Participación de institucionales independiente.                 |
| $IndepIO_{i,t}^2$   | Inversionista | Participación de institucionales independiente al cuadrado.     |
| $GreyIO_{i,t}$  | Inversionista | Participación de institucionales grises.                        |
| $GreyIO_{i,t}^2$  | Inversionista | Participación de institucionales grises al cuadrado.            |
| $ShortTerm\_Grey_{i,t}$                                       | Inversionista | Participación de institucionales gris de corto plazo.           |
| $ShortTerm\_Indep_{i,t}$                                      | Inversionista | Participación de institucionales independientes de corto plazo. |
| $LongTerm\_Grey_{i,t}$  | Inversionista | Participación de institucionales gris de largo plazo.           |
| $LongTerm\_Indep_{i,t}$                                       | Inversionista | Participación de institucionales independientes de largo plazo. |
| $ShortTerm\_Foreign_{i,t}$                                    | Inversionista | Participación de institucionales extranjeros de corto plazo.    |
| $ShortTerm\_Local_{i,t}$                                      | Inversionista | Participación de institucionales locales de corto plazo.        |
| $LongTerm\_Foreign_{i,t}$                                     | Inversionista | Participación de institucionales extranjeros de largo plazo.    |
| $LongTerm\_Local_{i,t}$                                       | Inversionista | Participación de institucionales locales de largo plazo.        |
| $Local\_Grey_{i,t}$   | Inversionista | Participación de institucionales locales y grises.              |
| $Local\_Indep_{i,t}$  | Inversionista | Participación de institucionales locales e independientes.      |
| $Foreign\_Grey_{i,t}$   | Inversionista | Participación de institucionales extranjeros y grises.          |
| $Foreign\_Indep_{i,t}$  | Inversionista | Participación de institucionales extranjeros e independientes.  |

**Tabla 14:** Variables independientes y dependientes

| <b>Variables independientes de la firma</b>     |                            |  |
|---|----------------------------|--|
| <i>Qtob</i>                                     | Q de Tobin                 | Capitalización de mercado + deuda total a total de activos   |
| <i>MTB</i>                                      | Market-to-Book             | Ratio de capitalización de mercado sobre valor libro del patrimonio.   |
| <b>Variables de control a nivel de la firma</b> |                            |  |
| <i>Ln(Assets)</i>                               | Tamaño                     | Logaritmo natural de los activos totales.  |
| <i>Debt/Assets</i>                              | Ratio de deuda             | Deuda sobre total de activos totales.  |
| <i>Sales/Assets</i>                             | Ratio de ventas            | Ventas netas sobre activos totales.  |
| <i>Capex/Assets</i>                             | Ratio de efectivo          | Efectivo sobre activos totales.  |
| <i>Dividends/Assets</i>                         | Ratio de dividendos        | Dividendos sobre activos totales.  |
| <i>c3</i>                                       | Concentración              | Porcentaje de participación de los 3 accionistas mayoritarios.   |
| <b>Variables de control macroeconómico</b>      |                            |  |
| <i>Año – País</i>                               | Año-País FE                | Conjunto de dummies país-año para medir efectos fijos de país.   |
| <i>domcredit</i>                                | Crédito doméstico          | Recursos financieros proporcionados al sector privado por corporaciones financieras como porcentaje del PIB. |
| <i>crecpibpercap</i>                            | Crecimiento PIB per-cápita | Crecimiento del PIB anual per-cápita a precios de mercado basado en moneda local constante                   |
| <i>Propertyrights</i>                           | Derechos de propiedad      | Índice de medición de derechos de propiedad.   |
| <i>Corruption</i>                               | Libre de corrupción        | Índice de medición de libertad a la corrupción.  |
| <i>Fiscalfreedom</i>                            | Libertad fiscal.           | Medición de la carga fiscal impuesta por el gobierno   |
| <i>Govspending</i>                              | Gasto de gobierno          | Ratio de gasto de gobierno como porcentaje del PIB.  |
| <i>Businessfreedom</i>                          | Libertad de negocios       | Índice de medición de libertad para hacer negocios.  |
| <i>Monetaryfreedom</i>                          | Libertad monetaria         | Índice de medición de libertad del banco central para realizar política monetaria.                           |

|                          |                       |   |
|--------------------------|-----------------------|---|
| <i>Tradefreedom</i>      | Libertad de comercio  | Índice de medición de apertura comercial.                         |
| <i>Investmentfreedom</i> | Libertad de inversión | Índice de medición de libertad para hacer inversión.              |
| <i>Financialfreedom</i>  | Libertad financiera   | Índice de medición de facilidad financiera para levantar capital. |
| <i>Crisis</i>            | Dummy crisis          | Dummy de valor 1 para el año 2007 y 2008.                         |

---

**Table 15:** Estadística descriptiva por países

| País                             | China  |         | Chile |         | Brazil |          | Grecia |          | Indonesia |          | Malasia |          | México |          |
|----------------------------------|--------|---------|-------|---------|--------|----------|--------|----------|-----------|----------|---------|----------|--------|----------|
|                                  | Media  | Dev Est | Media | Dev Est | Media  | Dev. Est | Media  | Dev. Est | Media     | Dev. Est | Media   | Dev. Est | Media  | Dev. Est |
| Qtob                             | 2.092  | 1.237   | 1.297 | 0.720   | 1.446  | 0.906    | 1.101  | 1.751    | 1.522     | 1.033    | 1.199   | 0.850    | 1.386  | 0.691    |
| MTB                              | 3.178  | 2.405   | 1.630 | 1.337   | 2.090  | 2.038    | 1.364  | 1.638    | 2.171     | 2.226    | 1.344   | 1.511    | 1.958  | 1.653    |
| <i>Ln(Assets)</i>                | 19.79  | 1.383   | 19.92 | 1.885   | 20.82  | 1.710    | 19.35  | 1.499    | 19.01     | 1.690    | 18.33   | 1.607    | 21.05  | 1.590    |
| <i>Debt/Assets</i>               | 0.225  | 0.174   | 0.229 | 0.144   | 0.269  | 0.163    | 0.317  | 0.175    | 0.244     | 0.179    | 0.181   | 0.159    | 0.224  | 0.153    |
| <i>Sales/Assets</i>              | 0.716  | 0.478   | 0.694 | 0.463   | 0.781  | 0.480    | 0.664  | 0.472    | 0.988     | 0.656    | 0.782   | 0.506    | 0.751  | 0.389    |
| <i>Capex/Assets</i>              | 0.077  | 0.075   | 0.064 | 0.059   | 0.070  | 0.064    | 0.049  | 0.062    | 0.074     | 0.074    | 0.050   | 0.058    | 0.059  | 0.052    |
| <i>Dividends/Asset</i>           | 0.021  | 0.020   | 0.027 | 0.030   | 0.022  | 0.031    | 0.010  | 0.019    | 0.014     | 0.027    | 0.016   | 0.025    | 0.015  | 0.028    |
| <i>c3<sub>i,t</sub></i>          | 0.466  | 0.209   | 0.647 | 0.213   | 0.513  | 0.264    | 0.398  | 0.301    | 0.612     | 0.252    | 0.420   | 0.237    | 0.399  | 0.304    |
| <i>IO<sub>i,t</sub></i>          | 0.033  | 0.058   | 0.059 | 0.084   | 0.122  | 0.156    | 0.038  | 0.055    | 0.025     | 0.058    | 0.028   | 0.057    | 0.074  | 0.095    |
| <i>IndepIO<sub>i,t</sub></i>     | 0.032  | 0.057   | 0.048 | 0.077   | 0.100  | 0.144    | 0.037  | 0.053    | 0.017     | 0.039    | 0.023   | 0.048    | 0.074  | 0.095    |
| <i>GreyIO<sub>i,t</sub></i>      | 0.001  | 0.011   | 0.011 | 0.032   | 0.022  | 0.069    | 0.001  | 0.012    | 0.007     | 0.043    | 0.004   | 0.027    | .0001  | 0.002    |
| <i>LongTermIO<sub>i,t</sub></i>  | 0.014  | 0.041   | 0.043 | 0.070   | 0.080  | 0.133    | 0.021  | 0.039    | 0.016     | 0.051    | 0.019   | 0.050    | 0.055  | 0.089    |
| <i>ShortTermIO<sub>i,t</sub></i> | 0.019  | 0.037   | 0.016 | 0.048   | 0.042  | 0.085    | 0.017  | 0.037    | 0.008     | 0.028    | 0.008   | 0.024    | 0.019  | 0.047    |
| <i>LocalIO<sub>i,t</sub></i>     | 0.025  | 0.043   | 0.054 | 0.078   | 0.091  | 0.146    | 0.015  | 0.027    | 0.004     | 0.028    | 0.020   | 0.050    | 0.050  | 0.094    |
| <i>ForeignIO<sub>i,t</sub></i>   | 0.008  | 0.037   | 0.005 | 0.034   | 0.031  | 0.060    | 0.023  | 0.052    | 0.020     | 0.050    | 0.007   | 0.025    | 0.023  | 0.040    |
| Obs                              | 18,973 |         | 1,183 |         | 1,459  |          | 1,345  |          | 2,161     |          | 5,640   |          | 726    |          |

Nota: Datos desde Thompson One, Compustat Global y The World Bank. Variables presentadas en tabla 1

**Table 16:** Estadística descriptiva por países

| País                             | Peru  |       | Polonia |       | Rep. Korea |       | Arabia Saudita |       | Sudáfrica |       | Tailandia |       | Emiratos Arabes |       |
|----------------------------------|-------|-------|---------|-------|------------|-------|----------------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------------|-------|
|                                  | Media | Dev.  | Media   | Dev.  | Media      | Dev.  | Media          | Dev.  | Media     | Dev.  | Media     | Dev.  | Media           | Dev.  |
|                                  |       | Est   |         | Est   |            | Est   |                | Est   |           | Est   |           | Est   |                 | Est   |
| <i>Qtob</i>                      | 1.337 | 0.957 | 1.313   | 0.781 | 1.139      | 0.644 | 1.920          | 1.079 | 1.720     | 1.047 | 1.462     | 0.886 | 1.171           | 0.644 |
| <i>MTB</i>                       | 1.849 | 1.885 | 1.725   | 1.761 | 1.297      | 1.258 | 2.595          | 1.826 | 2.623     | 2.394 | 1.931     | 1.741 | 1.366           | 1.215 |
| <i>Ln(Assets)</i>                | 19.04 | 1.644 | 18.25   | 1.644 | 19.11      | 1.525 | 20.38          | 1.604 | 19.09     | 2.067 | 18.55     | 1.577 | 20.21           | 1.602 |
| <i>Debt/Assets</i>               | 0.194 | 0.154 | 0.167   | 0.138 | 0.227      | 0.175 | 0.234          | 0.188 | 0.161     | 0.139 | 0.218     | 0.190 | 0.175           | 0.166 |
| <i>Sales/Assets</i>              | 0.522 | 0.321 | 0.423   | 0.306 | 0.309      | 0.311 | 0.561          | 0.323 | 0.510     | 0.318 | 0.369     | 0.323 | 0.430           | 0.358 |
| <i>Capex/Assets</i>              | 0.069 | 0.062 | 0.059   | 0.064 | 0.064      | 0.065 | 0.067          | 0.068 | 0.074     | 0.067 | 0.065     | 0.068 | 0.060           | 0.066 |
| <i>Dividends/Assets</i>          | 0.023 | 0.032 | 0.011   | 0.023 | 0.007      | 0.011 | 0.034          | 0.039 | 0.008     | 0.021 | 0.031     | 0.035 | 0.020           | 0.025 |
| <i>c3<sub>i,t</sub></i>          | 0.634 | 0.272 | 0.518   | 0.239 | 0.401      | 0.178 | 0.381          | 0.220 | 0.417     | 0.226 | 0.412     | 0.240 | 0.520           | 0.228 |
| <i>IO<sub>i,t</sub></i>          | 0.045 | 0.091 | 0.108   | 0.112 | 0.041      | 0.073 | 0.004          | 0.018 | 0.134     | 0.146 | 0.016     | 0.038 | 0.019           | 0.047 |
| <i>IndepIO<sub>i,t</sub></i>     | 0.023 | 0.041 | 0.060   | 0.086 | 0.026      | 0.051 | 0.004          | 0.018 | 0.133     | 0.146 | 0.011     | 0.031 | 0.017           | 0.045 |
| <i>GreyIO<sub>i,t</sub></i>      | 0.022 | 0.055 | 0.048   | 0.080 | 0.014      | 0.050 | .0001          | 0.004 | .0009     | 0.007 | 0.005     | 0.022 | 0.002           | 0.012 |
| <i>LongTermIO<sub>i,t</sub></i>  | 0.033 | 0.079 | 0.069   | 0.098 | 0.023      | 0.058 | 0.003          | 0.017 | 0.090     | 0.124 | 0.011     | 0.031 | 0.011           | 0.037 |
| <i>ShortTermIO<sub>i,t</sub></i> | 0.012 | 0.043 | 0.039   | 0.066 | 0.017      | 0.042 | 0.000<br>5     | 0.005 | 0.044     | 0.076 | 0.005     | 0.021 | 0.008           | 0.025 |
| <i>LocalIO<sub>i,t</sub></i>     | 0.037 | 0.084 | 0.102   | 0.109 | 0.028      | 0.064 | 0.003          | 0.017 | 0.119     | 0.140 | 0.009     | 0.028 | 0.003           | 0.013 |
| <i>ForeignIO<sub>i,t</sub></i>   | 0.008 | 0.033 | 0.005   | 0.029 | 0.012      | 0.035 | .0008          | 0.005 | 0.015     | 0.045 | 0.007     | 0.026 | 0.016           | 0.045 |
| Obs                              | 471   |       | 2,440   |       | 10,809     |       | 506            |       | 1,938     |       | 3,062     |       | 333             |       |

Nota: Datos desde Thompson One, Compustat Global y The World Bank. Variables presentadas en tabla 1

## VI. Referencias

- [1] Albuquerque R. Bauer G., Schneider M. (2009) “Global private information in international equity markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, 18–46.
- [2] Brickley J., Lease R., Smith C. (1987) “Ownership Structure and Voting On Antitakeover Amendments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 267-291.
- [3] Barber B. y Odean T. (2000) “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, 773–806.
- [4] Beyer A., Larcker D. y Tayan B., 2014, “Study on How Investment Horizon and Expectations of Shareholder Base Impact Corporate Decision-Making”, *National Investor Relations Institute and Stanford University*.
- [5] Black B. (1992) “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, *UCLA Law Review*, Vol. 39, 811-893.
- [6] Bozec Y., Francoeur C., Labelle R., Okoudjou V. (2013) “Investisseurs Institutionnels et Gouvernance”, *Revue Française de Gouvernance d’Entreprise*, Vol. 63, 83-104.
- [7] Celia C. (2009) “Institutional Investors and Corporate Investment?”, *Indiana University Job Market Paper*.
- [8] Chidambaran, N., y K. John (1997) “Relationship Investing: Large Shareholder Monitoring with Managerial Cooperation”, *NYU Working Paper*.
- [9] Coval J. y Moskowitz T. (1999) “Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, 2045-73.
- [10] Ferreira M., Matos P., (2006) “The Colors of Investors’ Money: The Role of Institutional Investors around the World”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, 499-533.
- [11] Flannery M. Bauer G., Hankins K. (2009) “Estimating dynamic panel models in corporate finance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 19, 1-19.
- [12] Fondo Monetario Internacional (FMI) (2014) “How Do Changes In The Investor Base and Financial Deepening Affect Emerging Market Economies?”, *Global Financial Stability Report, Chapter 2*.

- [13] Gillan S., Starks L. (2003) "Institutional Investors, Corporate Ownership and Corporate Governance", *United Nations University Working Paper*.
- [14] Gompers P., Ishii J., y Metrick A. (2003) "Corporate Governance and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, 107-156.
- [15] Gompers P., Metrick A., (2001) "Institutional Investors and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, 229-259.
- [16] Grossman S. y Hart O. (1983) "An Analysis of the Principal-Agent Problem" *Econometrica*, Vol. 51, 7-45.
- [17] Harford J., Kecskés A. y Mansi S. "Do Long-Term Investors Improve Corporate Decision Making?", *Michael G. Foster School of Business Working Paper*.
- [18] Holmstrom B. (1979) "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, 74-91.
- [19] Huddart S. (1993) "The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value", *Management Science*, Vol. 39, 1407-1421
- [20] Jensen y Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
- [21] Jeong-Bon K. y Cheong Y. (1999) "Foreign versus domestic institutional investors in emerging markets: Who contributes more to firm-specific information flow?", *China Journal of Accounting Research*, Vol. 8, 1-23.
- [22] Karolyi G., Ng D., Eswar S. (2015) "The Coming Wave: Where Do Emerging Market Investors Put Their Money?", *The National Bureau of Economic Research Working Paper*.
- [23] La Porta R., Lopez-deSilanes F., Shleifer A. (1998) "Corporate Ownership around the World", *The Journal of Finance*, Vol. 54, 471-517.
- [24] Maug E. (1998) "Large Shareholders as Monitors: Is there a Trade-Off Between Liquidity and Control", *The Journal of Finance*, Vol. 53, 65-98.
- [25] Morck R., Shleifer A. y Vishny W. (1987) "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* Vol. 20, 293-315.
- [26] Parrino R. (2000) "Activism Out of Brazil". *United Nations University Discussion Paper*.

- [27] Parrino R. Sias R., Starks L. (2003) "Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 3-46.
- [28] Roe M., (2004) "The Institutions of Corporate Governance", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 155, 3-13.
- [29] Stark L. (2000) "Corporate Governance and Institutional Investors: Implications for Latin America", *Revista Abante*, 161-181.
- [30] Shliefer A. y Vishny R. (1986) "Large Shareholders and Corporate Control". *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, 461-488.
- [31] Smith A. (1776) "The Wealth of the Nations".
- [32] Stulz R. (1990) "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, 3-27.