



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

**HETEROGENEIDAD DE LOS INVERSIONISTAS
INSTITUCIONALES, COLORES Y HORIZONTE DE
INVERSIÓN:
EVIDENCIA EMPÍRICA PARA LATINOAMÉRICA**

Seminario para optar al título de Ingeniero
Comercial, Mención Economía

Participante:

Alex Fredes Salas

Profesor guía:

Mauricio Jara Bertin

Director de Escuela:

Claudio Bravo - Ortega

Enero 2016
Santiago - Chile

HETEROGENEIDAD DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES: COLORES Y HORIZONTE DE INVERSIÓN

EVIDENCIA EMPÍRICA PARA LATINOAMÉRICA

Tesis para optar al grado de Ingeniero Comercial, Mención Economía

Alumno: Alex Fredes

afredes@fen.uchile.cl

Universidad de Chile

Profesor: Mauricio Jara

mjara@unegocios.cl

Universidad de Chile

Abstract

Usando información de 6 países latinoamericanos, se analiza el impacto de la participación de inversionistas institucionales en el valor, desempeño y gasto en capital de las empresas. La literatura de costos de agencia postula que los inversionistas institucionales reducen los costos de agencia por ejercer monitoreo, pero literatura reciente sugiere heterogeneidad entre los institucionales. Particularmente, inversionistas color gris de corto plazo aumentan CAPEX y el valor de la firma. Por otra parte, los inversionistas independientes de largo plazo aumentan el ROA.

Palabras claves: Inversionistas institucionales, Latinoamérica, horizonte de inversión, color institucional.

Tabla de Contenido

1.	Introducción.....	2
2.	Tipos de Inversionistas Institucionales.....	3
3.	Voto de los inversionistas institucionales.....	6
4.	Inversionistas Institucionales en Latinoamérica.....	7
5.	Rol de los Inversionistas Institucionales.....	8
6.	Perspectivas Futuras.....	9
6.1.	Composición de las salidas de capitales	10
6.2.	Flujos de la cartera de inversión de los Inversionistas Institucionales	11
7.	Teoría de Market Timing y Horizonte de Inversión.....	11
7.1.	Teoria de Market Timing	11
7.2.	Horizonte de Inversión	12
8.	Datos.....	14
8.1.	Fuente de los datos	14
8.2.	Estadísticas Descriptivas	14
9.	Metodología.....	17
10.	Resultados.....	17
10.1.	Impacto en el valor de la firma	17
10.2.	Corrección de sesgo en Q de Tobin	18
10.3.	Impacto en desempeño operativo (ROA) y gasto en capital (CAPEX)	21
11.	Conclusión.....	23
	Bibliografía.....	28

1. Introducción

Los inversionistas institucionales se han vuelto un ente dominante en los mercados financieros, partiendo por Estados Unidos donde la participación de institucionales ha crecido desde un 6,1% en 1950 a más de un 50% de la totalidad de la propiedad de las empresas en 1999 (Fed, 2000). Hoy en día, los principales inversionistas institucionales son fondos mutuos, asesores de inversión, bancos, entre otros. Algo similar ha ocurrido en Europa desde 1990, donde los inversionistas institucionales poseían el 76,5% de la participación en el Reino Unido, 59,8% en Francia y 39% en Alemania.

Gillan y Starks (2003) proveen evidencia del esencial aporte de los inversionistas institucionales, incrementando la liquidez, volatilidad y el poder informativo del precio de 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, incluyendo un monitoreo más efectivo. Cualquier accionista, como propietario de la empresa tiene derecho voto en la elección del directorio, de lo contrario puede vender su participación e irse, ambas alternativas entregan fuertes señales al mercado. Gillan y Starks (2003) concluyen que los grandes inversionistas institucionales poseen incentivos a monitorear su participación en las empresas, lo que genera información costosa y valiosa a otros accionistas en el mercado. Incluso operando en mercados extranjeros, estos inversionistas pueden poseer normas y políticas distintas a los inversionistas locales, que en ningún caso producirían un impacto negativo en términos de desestabilizar sus mercados financieros y muy por el contrario, generan sinergias positivas.

La literatura evidencia el problema de agencia que tienen las grandes firmas transadas en bolsa, cuyos administradores tienden a maximizar su propio beneficio en vez del valor de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). 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, ya que estos tendrán más incentivos a monitorear las acciones de los gerentes que tienen a cargo de su 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*.

Otro potencial rol de los grandes inversionistas institucionales es transmitir credibilidad al mercado financiero, es decir, a otros inversionistas (Chidambaran y John, 2000). 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.

En literatura más reciente se ha estudiado el tiempo que los inversionistas institucionales mantienen la acción. Derrien, Kecskés y Themsar (2012) y Yan y Zhang (2009) estudian el horizonte de inversión de los inversionistas institucionales, clasificándolos entre instituciones de corto y de largo plazo. El horizonte de inversión representa cuanto tiempo las instituciones mantienen la acción en su portafolio, siendo los inversionistas de corto plazo quienes en teoría, al estar mejor informadas, obtienen beneficios al transar activamente. Yan y Zhang (2009) encuentran que tanto las instituciones de corto y largo plazo prefieren acciones de empresas grandes, con mayor ratio *book-to-market*, precio y volatilidad. En términos comparativos, Yan y Zhang (2009) concluyen que las instituciones de corto plazo prefieren acciones más jóvenes, firmas con alta rotación de activos y bajo rendimiento por dividendos. Inversionistas institucionales de largo plazo restringen numerosos malas conductas corporativas, tales como manipular cifras de ingreso, fraudes financieros y fortalecen la gobernabilidad corporativa interna (Haford J., Kecskés A. y Mansi S., 2015).

2. Tipos de Inversionistas Institucionales

Según el FMI (2014), en 2005 los inversionistas institucionales tenían activos financieros por más de 45 trillones de dólares (20 trillones en acciones), monto que se ha triplicado desde 1990.

Gillan y Starks (2003) hablan del potencial efecto de monitoreo de los institucionales, tras el alza del profesionalismo en los administradores de carteras. Concluyen que no todos los institucionales son monitores. Particularmente los institucionales extranjeros son quienes monitorean más. Fondos mutuos e inversores independientes son monitores activos (Brickley, J., Lease, R., Smith, C., 1988).

Esta tesis sigue la metodología de Ferreira y Matos (2006), quienes determinan distintos tipos de inversionistas institucionales, clasificando como *i) institucionales grises* a los institucionales más propensos a tener presión de los *insiders*¹. Por otra parte, los *ii) institucionales independientes* actuarían sin presión y en base a la información disponible.

Siguiendo a Ferreira y Matos (2006), se definen a los institucionales como:

- a) **Instituciones Independientes:** (Fondos mutuos y asesores financieros) Son resistentes a la presión, es decir, tienden a invertir más en firmas con activos líquidos y fuertes ambientes legales. Estas instituciones son más propensas a recolectar más información sobre la firma, enfrentar menos restricciones regulatorias o tener menos relaciones de negocio con las compañías en las que invierten.
- b) **Institucionales Grises (grises):** (Bancos y compañías aseguradoras) Son sensibles a la presión o leales al control corporativo. Brickley, Lease, y Smith (1988) argumentan que bancos y compañías de seguros apoyan más las decisiones de los administradores que otro tipo de inversionistas institucionales en propuestas de cambios *anti-takeover*. Estas empresas poseen altos costos de monitoreo y podemos pensar que poseen cierta lealtad ante el la administración corporativa, 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.

Dado que monitorear es costoso, sería menos costoso para inversionistas independientes que para las grises, ya que los grises tienen la desventaja de participar muchas veces en las decisiones gerenciales, lo que puede dañar la relación con la firma. Por otro lado, inversionistas institucionales extranjeros juegan un rol más activo en promover cambios en el gobierno corporativo que a diferencia de los inversionistas locales (Gillan y Starks, 2003).

Según Ferreira y Matos (2006), la presencia de institucionales puede una mejorar el valor de la firma de manera transitoria, así como lo observado cuando una firma abre un ADR en el extranjero y se expone a un mercado más líquido (Gozzi, Levine, y Schmukler (2006) y Sarkissian y Schill (2006)).

¹ Referente a gente dentro de la empresa que influenciaría la decisión de inversión de los accionistas institucionales.

Ferreira y Matos ocupan variables como retorno sobre los activos (ROA) y gasto de capital (CAPEX). Primero, regresionan la Q de Tobin con el tipo de inversionista institucional, encontrando que firmas institucionales independientes tienen un impacto significativamente positivo en la valoración de la firma. La metodología sigue a Gompers y Metrick (2001), donde la propiedad institucional es asignada un valor cero si la acción no es poseída por ningún inversionista institucional.

Los colores de los inversionistas institucionales también dependen de su origen geográfico. Ferreira y Matos (2006) también clasifican la procedencia geográfica, incorporando inversionistas locales, extranjeros de EE.UU. y extranjeros no provenientes de EE.UU. Encuentra que firmas extranjeras poseen mayor CAPEX, mayor valor (medido por Q de Tobin) y mejor desempeño operativo.

Ferreira y Matos (2006) muestran en su estudio que en algunos países, el control de la propiedad es manejado en su mayoría por inversionistas extranjeros que locales. Encuentran que todos los inversores institucionales buscan empresas grandes y con fuertes indicadores de gobierno corporativo, pero sobreponderan firmas en el índice MSCI o sobre listadas en bolsas de Estados Unidos. Además algunas instituciones monitorean efectivamente a las firmas en las que invierten. La presencia de instituciones extranjeras independientes incrementa el valor de los accionistas. Esto permite a los inversionistas ejercer presión sobre las empresas, mucho más que firmas grises, las cuales ponen en riesgo más relaciones de negocio. Concretamente, las firmas poseídas por inversores extranjeros independientes poseen un mayor valor para el accionista, mejor desempeño operativo y menor gasto de capital.

Dado que los inversionistas institucionales independientes están jugando cada vez un rol más importante en las corporaciones, es importante explorar en detalle de qué forma afectan a las empresas. Esta tesis analizó ratios de resultado (tales como Q de Tobin, ROA, y gasto de capital) en vez de decisiones corporativas (gasto en investigación y desarrollo, decisiones de fusiones y adquisiciones, compensaciones a los gerentes, entre otros).

El paper de Ferreira y Matos (2006) está fuertemente influido por Brickley et al (1987), el cual hace un análisis teórico del efecto de los inversionistas institucionales. En teoría, accionistas que poseen bloques de acciones tienen incentivos más fuertes a invertir en votos por asuntos corporativos que inversionistas que no poseen bloques. Su evidencia

encuentra que instituciones tales como fondos mutuos, fundaciones y fondos de pensión públicos son más propensos a oponerse a la administración que bancos y compañías aseguradoras, quienes frecuentemente obtienen beneficios de líneas de las negocio bajo control.

3. Voto de los inversionistas institucionales

La Fed reporta que en EE.UU., la propiedad de inversionistas institucionales aumentó de 17,5% en 1970 a un 30% (1 trillón de dólares) en 1986. El incremento de esta participación ha aumentado la preocupación de cómo estos inversionistas afectan el mercado accionario y las acciones de las corporaciones. Por ejemplo, hay preocupación de que los institucionales incrementan la volatilidad accionaria y reducen la liquidez. Además se argumenta que las instituciones se enfocan en las ganancias de corto plazo y por lo tanto presionan a las firmas a no invertir en proyectos que maximizan su valor, ya sea disminuyendo su gasto de capital o su gasto en investigación y desarrollo.

Un área se enfoca en que las instituciones, en vez de tomar un rol activo en las decisiones de la empresa, tienden a seguir la “regla de Wall Street” (voto con administradores o vendiendo sus acciones en caso de no apoyar las políticas de la empresa). Bancos e instituciones aseguradoras son vistas como sensibles a la presión de la administración, y votan a favor en asuntos controversiales.

En contraste a la visión de que las instituciones están menos preocupadas del proceso de voto que los accionistas tradicionales, accionistas con una pequeña participación de las acciones se ven menos motivados a invertir en derechos a voto, dado que es poco probable que afecten el resultado final. Además, cualquier ganancia en el proceso de voto se irá a otros accionistas. Por lo tanto, accionistas minoritarios tienen incentivos a ser free riders del proceso de voto. En contraste, inversionistas con grandes bloques de acciones internalizarán más el beneficio de participar en el proceso de voto y por lo tanto se espera un mayor interés en votar.

En base a lo anterior, Brickley et al (1987) testean las siguientes dos hipótesis: 1) inversionistas institucionales y otros accionistas en bloque votan más activamente que accionistas individuales y (2) inversionistas institucionales y otros accionistas en bloque votan para incrementar el valor de la firma y contra propuestas que disminuyan el valor con

respecto a accionistas individuales. En contraste a estas hipótesis se argumenta que inversionistas institucionales (incluso aquellos no involucrados en negocios con la firma) tenderán a, ya sea votar con administradores o a vender la acción para evadir asuntos controversiales que les disminuya el valor.

Brickey et al (1987) testea sus hipótesis con una muestra de historiales de votos de accionistas individuales sobre propuestas que potencialmente alterarían el valor de la firma. Más precisamente se analizaron iniciativas de propuestas antitakeover para 201 firmas que iniciaron procesos de voto. Concluyen que inversionistas grises son menos propensos a oponerse a propuestas antitakeover. Además, concuerda con que fondos mutuos, fundaciones, fondos de pensión se oponen con mayor propabilidad a la administración de la firma que bancos, compañías de seguro o conglomerados. Estos resultados sugieren que existen algunos conflictos de interés entre algunas instituciones y sus administradores. Otros estudios empíricos demostraron que estas propuestas antitakeover tienen efectos mixtos sobre el valor de la riqueza de los accionistas (Jensen y Ruback, 1983; Jarrel, Brickey y Netter, 1987).

Por otra parte, Bickey et al (1987) señala que la concentración de la propiedad reduciría parcialmente el problema de *free riding* que existe entre los accionistas minoritarios al ejercer su derecho a voto, dado que encuentra que acumular las acciones en bloques genera mayores incentivos a monitorear a los administradores.

4. Inversionistas Institucionales en Latinoamérica

Stark (2000) en su estudio para Latinoamérica definen el control corporativo como un sistema de leyes, reglas y factores que controlan la operación de la empresa. La necesidad de un gobierno corporativo se deriva de los conflictos de interés entre la administración de la firma y los participantes (stakeholders). Estos conflictos de interés emergen de la divergencia de objetivos entre los stakeholders y las asimetrías de información.

Esta línea de investigación ha avanzado en el análisis de los derechos que poseen los diversos propietarios de la empresa. La influencia de varias partes en la estructura ha sido un asunto central en la literatura económica y financiera. Específicamente este estudio se enfoca en el rol de los inversores institucionales como monitores y sus implicancias en el cambio del ambiente de negocios en Latinoamérica.

Según Stark (2000) Latinoamérica es un mercado relativamente ilíquido con respecto a su concentración de propiedad y es un sector donde los fondos locales y extranjeros están aumentando, por lo que se esperaría que los inversionistas institucionales afecten el gobierno corporativo de la zona. Aunque debería haber una convergencia entre los países por la naturaleza de la región, se espera que el efecto sea diverso en cada país. Sin embargo, los inversionistas institucionales incrementarán la liquidez, volatilidad y valoración de la información en cada mercado. Esta información se traduciría en mejor monitoreo a las corporaciones y mejores estructuras corporativas.

5. Rol de los Inversionistas Institucionales

Liquidez: Los inversores institucionales aportan el importante factor de liquidez al mercado financiero, dándole la oportunidad de salir rápidamente del mercado a firmas con mal desempeño y también permite tomar rápidamente oportunidades de crecimiento si un inversor institucional quiere influir en el gobierno corporativo. Black y Gibson (1998) argumentan que en un mercado de capitales bien desarrollado es clave un inversor institucional para el funcionamiento de los *Venture Capitalist*². Estos últimos necesitan la oportunidad para salir de una empresa exitosa a través de una oferta pública de acciones (OPA) y los emprendedores estarían dispuestos a este mecanismo que les daría fondos necesarios para crecer.

Monitoreo: El beneficio más importante que entregan los institucionales a los mercados es la información sobre las empresas y su monitoreo. Este proceso de monitoreo presiona a los administradores a estar alineados con los intereses de los accionistas. Este es quizás su rol principal en un mundo con *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, dado que las instituciones son más propensas a transformarse en grandes accionistas, sí verán beneficio de 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.

² Inversionistas que proveen fondos o asesorías a empresas que no tienen acceso al mercado de capitales. Los *Venture Capitalists* tienen incentivos a invertir en compañías nuevas por que adquieren un gran retorno si la empresa resulta exitosa

Además de los inversionistas institucionales, los grandes accionistas de una empresa pueden también desempeñar un rol de monitoreo. Particularmente en Latinoamérica el rol de gran accionista se lo llevan los *holdings* familiares, que no necesariamente representa un gran accionista ya que en esta región califican como *insiders*. Por su parte, en Japón, este rol es llevado a cabo por bancos, que también pueden formar parte de los accionistas de una firma, mientras que en Estados Unidos esta práctica está prohibida por ley.

Según Prowse (1990), todo lo demás constante, Japón debe tener menos problemas de agencia que en Estados Unidos gracias al rol de monitor que poseen los bancos, en particular por que pueden acceder a información de *insider*, a la que no puede acceder un bonista, y esta información es valiosa para el proceso de monitoreo.

En EE.UU., Black (1998) y Gillan y Stark (2003) confirman que los accionistas institucionales tienden a participar más en el gobierno corporativo. Esto plantea la cuestión de la influencia de los inversionistas institucionales sobre la calidad del gobierno corporativo. Los resultados encontrados son mixtos. Este tipo de estructura de la propiedad en Canadá, donde la participación está restringida, puede dar lugar a diferentes problemas de gobernabilidad, los que pueden ocurrir entre los accionistas minoritarios y gerentes (Shleifer y Vishny, 1997).

6. Perspectivas Futuras

Siguiendo el análisis de Karolyi et al (2013) la mayoría de los países emergentes se están convirtiendo en actores importantes en la economía mundial, incrementando los flujos transfronterizos de activos financieros. Sus fuertes perspectivas de crecimiento atraen a los inversionistas extranjeros que buscan altos retornos, especialmente en estos tiempos de muy bajas tasas de interés en los países desarrollados. Además, dado que los países emergentes están aumentando sus reservas de divisas, invirtiendo fuertemente en los países avanzados, los flujos también circulan en la otra dirección. Recientemente, el fenómeno de salida de capitales privados de los mercados emergentes es cada vez más importante, ya que los inversionistas locales buscan diversificar en el extranjero.

Mientras la acumulación de reservas se estancó, la salida de capitales privados de estos países debe aumentar rápidamente. De hecho, actualmente estas salidas equivalen al aumento de las reservas oficiales acumuladas. China es un motor importante de estos flujos

de capital privado. Pero para otros países emergentes, la salida de capitales privados es ahora más alta que la correspondiente acumulación de reservas (Karolyi et al (2013)).

Hay muchas razones para esperar un aumento en la salida de capitales privados. Los hogares en los países emergentes se enriquecen y logran mayores ahorros, buscan oportunidades en el extranjero para diversificar sus carteras. Los inversores institucionales, como fondos de inversión y fondos de pensiones, se han convertido en intermediarios importantes para estas salidas de capital.

6.1. Composición de las salidas de capitales

La composición de la salida de capitales privados de un país emergente depende de los controles de capital ejercidos por las autoridades y del desarrollo del mercado financiero. Los temores de que grandes aumentos en la producción desestabilicen los sistemas financieros nacionales han llevado a muchos países en desarrollo a limitar los movimientos de capitales privados. Sin embargo, algunos programas están cada vez más dispuestos a permitir a sus empresas invertir en el extranjero. Sin embargo, los mercados financieros en estos países son subdesarrollados, por lo que la mayoría de los hogares no tienen fácil acceso a los vehículos de inversión tales como fondos mutuos, lo que les permitiría comprar acciones o bonos extranjeros. El rápido desarrollo de los mercados financieros en estos países, y la creciente importancia de los inversores institucionales, como fondos de pensiones, compañías de seguros e incluso los fondos de inversión, debe crear más canales de salida bajo las inversiones de cartera.

¿Por qué los inversores de los países emergentes pueden invertir en el extranjero siendo que crecimiento es mucho más fuerte el mercado local? En teoría, las inversiones internacionales permiten a los inversores individuales en estos mercados diversificar los riesgos inherentes a sus carteras. Además, en algunos de estos países, los sistemas financieros siguen dominadas por los bancos, con tasas de interés de los depósitos de ahorro son en general relativamente bajas (especialmente después de la inflación). Por otra parte, los mercados de valores siguen siendo modestos en algunos países menos líquidos y profundos que en países desarrollados, y las valoraciones son a menudo muy volátil.

Todos estos factores alientan a los inversores institucionales, como fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros a invertir en el extranjero.

6.2. Flujos de la cartera de inversión de los Inversionistas Institucionales

En oposición a la teoría financiera de diversificación y optimización de la cartera, en realidad, los inversores están lejos de diversificar sus inversiones, como sugieren los modelos convencionales. En casi todos los países, incluyendo aquellos con cuentas de capital abiertas y sofisticados mercados financieros, los inversores suelen mostrar una preferencia nacional, es decir, tienden a invertir de manera desproporcionada en los mercados de valores locales, debido en parte a asimetrías de información (saben más sobre las acciones locales que acciones extranjeras), los costos de transacción y el subdesarrollo de los mercados financieros. Este estudio constata este caso en latinoamerica.

Dado el fuerte aumento de los flujos de capital transfronterizos en la última década y la mitigación de los obstáculos, tales como los costos de asimetría de información y transacción, la preferencia nacional debería disminuir. El cuadro 2 muestra, sin embargo, que esto no pasó en Latinoamérica durante la última década.

7. Teoría de *Market Timing* y Horizonte de Inversión

7.1. Teoria de Market Timing

Siguiendo a Derrien et al (2013), la propiedad institucional de firmas en Estados Unidos ha aumentado sustancialmente durante los últimos 15 años, y hoy mantienen la mayor parte de la propiedad de las empresas de la región. Sin embargo, los inversionistas institucionales están lejos de ser homogéneos (Gompers y Metrick (2001)). Una dimensión en la que se diferencian es en el horizonte de inversión. Su horizonte difiere por que la madurez de sus pasivos difiere. Como ejemplifica Derrien et al (2013), un fondo de pensión tiene pasivos de largo plazo y por lo tanto inversiones a largo plazo, mientras que fondos mutuos se ven afectados por la volatilidad de corto plazo y por lo tanto sus horizontes de inversión son también de corto plazo.

Los inversionistas institucionales también se diferencian en sus estrategias de inversión. Derrien et al (2013) menciona a *Stevie Cohen*³ como un inversionista con alta velocidad en la rotación en sus portafolios, mientras que *Warren Buffett*⁴ mantendría sus portafolios por mucho tiempo. Existe poca investigación en el efecto de los horizontes de

³Conocido hedge fund manager norteamericano.

⁴ Conocido inversor y empresario norteamericano.

inversión en las decisiones corporativas. El objetivo de este estudio es aportar a esta literatura.

La literatura previa evidencia que las firmas sobrevaloradas emiten más patrimonio⁵, aunque esta interpretación tiene dos puntos de vista. Primero, desde la *visión de arbitraje de la estructura de capital*, firmas sobrevaloradas transfieren valor a los inversionistas de largo plazo emitiendo acciones en el presente y reteniéndolas en el futuro en vez de salir a venderlas para ganar el valor de la apreciación en el precio. La razón es que la firma quiere que los inversionistas de largo plazo se vean beneficiados por la apreciación del precio luego de obtener los réditos de la inversión. La visión opuesta indica que firmas sobrevaloradas emiten acciones e invierten rápidamente en el futuro para satisfacer a los inversionistas de corto plazo, quienes han sobrevalorado las oportunidades de inversión de la firma.

En resumen, ambas versiones son consistentes con la evidencia que las firmas hacen *market timing*, pero el enfoque del arbitraje de la estructura de capital afirma que lo hacen, a modo de transferir valor a los inversionistas de largo plazo, aunque la visión contraria (conocida como *cathering* en la literatura) sostiene que lo hacen para transferir riqueza a los inversionistas de corto plazo. El presente estudio usa los horizontes de inversión y encuentra evidencia que apoya un beneficio a los inversionistas de corto plazo en Latinoamérica.

7.2. Horizonte de Inversión

Derrien et al (2012), explica que en un mercado de capitales perfecto, el precio de la acción siempre es igual a su valor fundamental y el horizonte de inversión de sus inversores no importa en las decisiones corporativas. Las decisiones corporativas de los administradores maximizan el valor fundamental de la firma. Estas decisiones son reflejadas plenamente en el precio de la acción y los inversionistas ven satisfechas sus necesidades de liquidez antes que la firma realice el pago de sus inversiones. Por lo tanto, puede existir una desalineación entre el precio de la acción y su valor fundamental, lo que crea tensión entre los horizontes de inversión de los accionistas. Esta tensión es producto de que la desalineación del precio de su valor fundamental no es importante para los inversionistas de largo plazo, quienes están dispuestos a esperar que los precios converjan, pero sí le importa a aquellos inversionistas

⁵ Ver Loughran y Ritter (1995), Baker y Wurgler (2002).

que buscan tener un beneficio de corto plazo en su participación en la firma, y querrán vender sus acciones cuando el valor de la firma está aún desalineada de su valor fundamental.

Beyer, Larcker y Tayan (2014) señalan que las firmas prefieren tener como accionistas a inversionistas con un horizonte de inversión de largo plazo, pero casi la mitad de la participación de las firmas pertenece a inversionistas con mediano o plazo. Las empresas quieren inversionistas de largo plazo en particular por que les permite implementar estrategias corporativas y hacer horizontes de inversión de largo plazo sin distracción y presiones de desempeño de corto plazo por compañías que transan activamente.

Hay muchas razones por las cuales uno esperaría instituciones con diferentes horizontes de inversión. Primero, si un inversionista institucional posee mejor información y puede identificar regularmente acciones sobrevaloradas o subvaloradas, es esperable que este tipo de instituciones transen activamente a modo de explotar su ventaja informacional (Grinblatt y Titman (1989) y Wermers (2000)). Por otra parte, inversionistas institucionales con información limitada transarían con más precaución. Por lo tanto, es esperable que instituciones que transan más activamente (instituciones de corto plazo) estén mejor informadas que aquellas que transan con menor frecuencia (instituciones de largo plazo).

Sin embargo, existe evidencia contraria (Odean (1998) y Barber y Odean (2000) quienes argumentan que instituciones de corto plazo transarían activamente en base a ruido o especulaciones, incluso quizás por sobre confianza. En este caso, es esperable que instituciones de largo plazo estén mejor informadas que las de corto plazo.

El objetivo de este estudio es identificar el rol e influencia que ejercen las instituciones de corto y largo plazo sobre las firmas Latinoamericanas. Específicamente, usando datos de propiedad institucional anual desde 1998 a 2014, construimos una medición del horizonte de inversión de las instituciones basándonos en Yan y Zhang (2009) y Derrien et al (2012), donde clasificamos a instituciones de corto plazo como aquellas que mantienen la acción en su portafolio por menos de 3 años, y las de largo plazo quienes la mantienen por 3 o más años.

8. Datos

8.1. Fuente de los datos

Los datos de las acciones son obtenidas desde *Thomson Reuters One* y *S&P Compustat Global Advantage* para los datos del nivel de firma, a los que incorporamos datos de país desde *The World Bank*. Se reunieron empresas latinoamericanas, particularmente provenientes de Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico y Perú para una ventana de datos desde 1996 a 2014, obteniendo un total de 9.196 datos de panel. Además se excluyen de la muestra firmas no financieras.

Luego se hace una fusión entre los datos de firmas con los datos de propiedad provenientes de *Thomson One* y hemos eliminado el 1% superior e inferior de cada dato. Con estos ajustes se obtiene una muestra de 6.856 datos con 691 firmas.

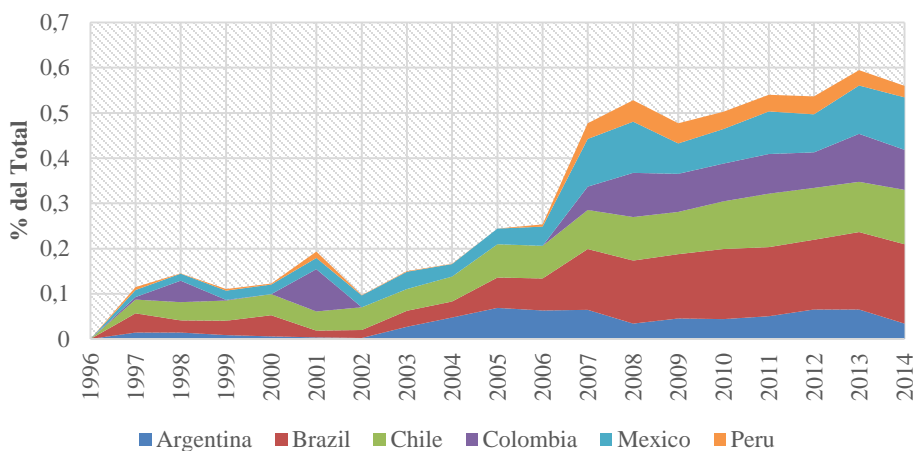
8.2. Estadísticas Descriptivas

El cuadro 1 muestra la participación de inversionistas institucionales en empresas latinoamericanas en el tiempo. Chile es uno de los países que ha mantenido una trayectoria creciente de inversionistas. El apéndice 1 muestra los datos tabulados de los cuadros 1, 2, 3 y 4. Argentina y Peru han sido los países que menos aumentaron la participación de institucionales en sus empresas. Para 1997, Perú poseía un 0,63% de participación, la cual llega a a penas un 2,56% el 2014. Por su parte, en Argentina los institucionales tenían un 1,43% de la participación en 1997, llegando sólo 3,38% el 2014. Estas estadísticas revelan que estos países no han tenido un desarrollo institucional en la estructura corporativa de sus empresas, junto a las exploradas externalidades positivas que estos generan.

Muy por el contrario, Chile y Brazil han sido los países en los que los inversionistas institucionales han proliferado. En Brazil los institucionales poseían cercanos a 1,5% de la participación de las empresas en 2001, llegando a un espectacular incremento a niveles de 18% de la participación promedio de las empresas en 2014. Por su parte, Chile ha mostrado un avance más sostenido en el tiempo, donde los institucionales representaban en promedio un 3% de la estructura patrimonial hasta un 12% en 2014. Colombia ha presentado un creciente aumento en los últimos 8 años, donde los institucionales poseían prácticamente 0% en 2007, alcanzando casi 9% en 2014.

Cuadro 1

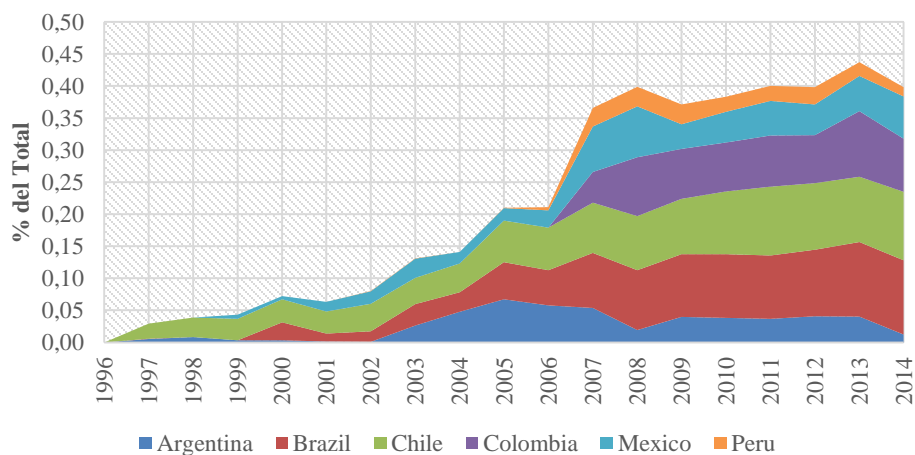
Participación de Inversionistas Institucionales



También es interesante observar la composición de los institucionales por geografía. Como se ve en el cuadro 2, en 2014 los inversionistas institucionales locales⁶ en Brazil poseían 11,5% y un 10,7% en Chile, mostrando que estos países poseen una participación fuertemente orientada a inversionistas institucionales locales.

Cuadro 2

Inversionistas Domésticos



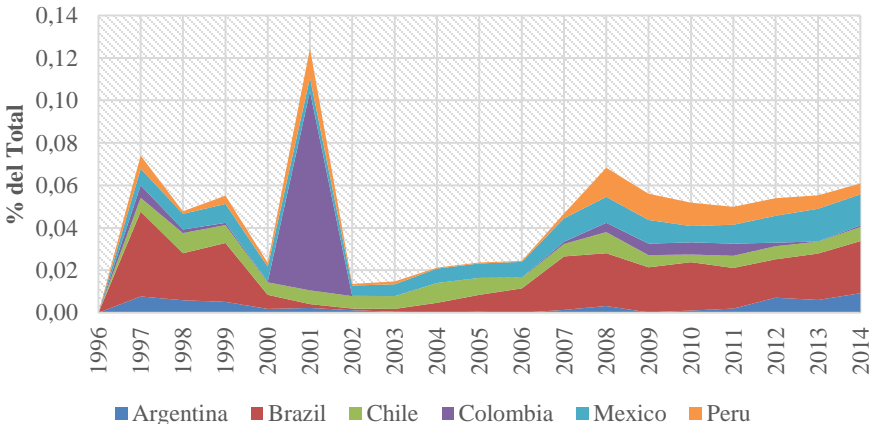
⁶ Inversionistas institucionales domiciliados en el mismo país.

Sin embargo, el cuadro 3 y 4 muestran qué tanta composición alcanzan los inversionistas insticionales extranjeros, haciendo la diferencia entre extranjeros domiciliados en EE.UU. y el resto del mundo.

Las magnitudes son bajas para inversionistas extranjeros en países latinoamericanos. En 2014, solamente un 6% de la estructura de propiedad de empresas latinoamericanas era poseída por inversionistas insticionales extranjeros no residentes en EE.UU (cuadro 3) y sólo 1% provenientes de EE.UU (cuadro 4). A pesar de que las magnitudes son bastante bajas, los inversionistas extranjeros han aumentado su participación en Latinoamérica, aunque se observa que la región es menos atractiva para inversionistas extranjeros o que estos prefieren invertir localmente.

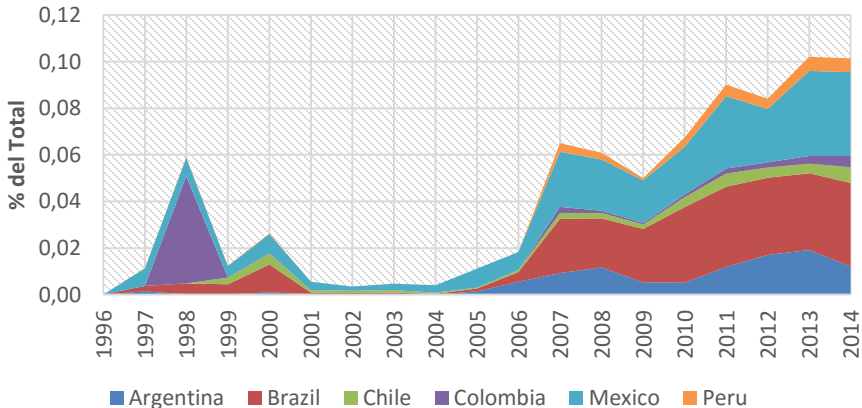
Cuadro 3

Inversionistas Extranjeros (no US)



Cuadro 4

Inversionistas Extranjeros (US)



9. Metodología

Siguiendo a Ferreira y Matos (2006), Derrien et al (2012) y Yan y Zhang (2009), hemos construido las variables de control institucional. En la tabla 4 se describen las variables de participación institucional. Tal como Ferreira y Matos (2006), se mide el control institucional proveniente de instituciones grises e independientes, además de diferenciar entre domésticos o extranjeros (de EE.UU. u otro país). Por su parte, para medir el *market timing* institucional, se sigue a Derrien et al (2012), donde se considera un inversionista de largo plazo a aquel que mantiene la acción por 3 años consecutivos o más, y de corto plazo si vende la acción en un plazo menor a 3 años. La tabla 5 resume estadística descriptiva.

El análisis regresiona las oportunidades de crecimiento y el gasto de capital controlando por la propiedad institucional, donde se incorporan las variables del horizonte temporal de los inversionistas institucionales (Derrien et al, 2012 y Yan y Zhang, 2009). De igual modo incluimos efectos fijos de país y de firma.

10. Resultados

10.1. Impacto en el valor de la firma

Para investigar la relación entre la propiedad institucional y el valor de la firma, hemos ocupado la Q de Tobin como proxy. Siguiendo a Gompers, Ishii y Metrick (2006) estimar la Q de Tobin puede traer algunos problemas en estimación mediante datos de panel y series de tiempo, por lo que propone estimar el $LN(Q_{tob})$ y $-1/Q_{tob}$ como mejores aproximaciones de valor de la firma.

En esta sección se analiza el efecto de los horizontes de inversión y los colores de los inversionistas en el valor de la firma. Para medir el efecto se utiliza la siguiente especificación:

$$qtob_{i,t} = \alpha_i + qtob_{i,t-1} + stgrey_{i,t} + stindep_{i,t} + ltgrey_{i,t} + ltindep_{i,t} + \gamma + \varphi + \omega + \epsilon_{i,t}$$

Donde $qtob_{i,t}$ es la Q-Tobin, γ es un vector que representa variables propias de la firma, tales como deuda sobre total de activos (dtt), tamaño (size) y efectivo sobre total de

activos (cash2a). El vector φ representa el efecto fijo de la firma y el vector ω representa el efecto fijo por país.

Se ha definido cada variable corporativa de la firma sobre total de activos. Además se ha ajustado el efecto de la diversidad de industrias y países en los efectos fijos de la regresión por lo que se espera que los efectos a encontrar sean insesgados por la aplicación de los controles pertinentes.

Siguiendo a Ferreira y Matos (2006) hemos decidido aplicar el rezago de la variable explicativa ($qtob_{i,t}$) e incorporar controles de tamaño, deuda y manejo de efectivo de la firma.

La tabla 1 muestra las estimaciones de los coeficientes para datos de panel de firmas latinoamericanas. Se encuentra un efecto positivo y significativamente estadístico entre la propiedad de los inversionistas de corto plazo/gris y el valor de la firma en la columna (1).

El coeficiente de *stgris* es positivo y aumenta en 0,746 el valor de la Q de Tobin. Como se indica Gompers, Ishii, y Metrick (2006), este efecto, a pesar de ser significativo estadísticamente puede tener un error de estimación. Por esta razón, en las columnas (3) y (5) se incorpora a la medición tanto $LN(QTOB)$ y $-1/Q$ respectivamente. Los resultados indican que el aumento del valor de la firma, medido por Q de Tobin, está entre 0.417 y 0,524.

En resumen, los resultados parecen indicar que instituciones grises de corto plazo (con potencialmente más ataduras al negocio de la firma y que mantienen propiedad en la empresa por menos de 3 años) tienen un premio en la valoración en Latino América.

10.2. Corrección de sesgo en Q de Tobin

La tabla 2 se ocupa para medir el efecto de los inversionistas institucionales grises como un todo, sin considerar el horizonte de inversión. La columna (1) es el modelo base ocupado en la tabla (1) para fines comparativos. La columna (2) integra a la regresión el porcentaje total de independientes y de grises en la firma, sin separarlo por horizonte. Se observa el efecto significativamente positivo en la columna (2), (3) y (4), siguiendo la metodología de Gompers, Ishii, y Metrick (2006) para corregir el error de medición en la Q de Tobin.

Tabla 1

VARIABLES	(1) qtob	(2) qtob	(3) lnqtob	(4) lnqtob	(5) qinverso	(6) qinverso
qtob_{t-1}	0.508*** (0.091)	0.508*** (0.091)				
lnqtob_{t-1}			0.555*** (0.019)	0.555*** (0.019)		
qinverso_{t-1}					0.557*** (0.021)	0.557*** (0.021)
dtta	0.035 (0.138)	0.033 (0.138)	0.166*** (0.042)	0.164*** (0.042)	0.252*** (0.035)	0.250*** (0.035)
size	-0.120*** (0.032)	-0.120*** (0.032)	-0.064*** (0.013)	-0.064*** (0.013)	-0.044*** (0.011)	-0.044*** (0.011)
cash2a	0.125 (0.142)	0.128 (0.142)	0.151** (0.066)	0.153** (0.066)	0.180*** (0.068)	0.181*** (0.068)
stgris	0.746*** (0.263)		0.523*** (0.200)		0.417** (0.212)	
stindep	-0.039 (0.089)		-0.040 (0.047)		-0.040 (0.045)	
ltgris		1.833 (2.061)		0.612 (1.251)		-0.036 (0.991)
ltindep		0.146 (0.180)		-0.010 (0.082)		-0.042 (0.066)
Constant	2.822*** (0.608)	2.808*** (0.607)	1.134*** (0.242)	1.124*** (0.241)	0.225 (0.218)	0.217 (0.217)
Observations	7,672	7,672	7,672	7,672	7,672	7,672
R-squared	0.305	0.305	0.499	0.498	0.506	0.506
Number of id	699	699	699	699	699	699
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Country-year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Robust standard errors in parentheses						
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1						

Tabla 2

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
	Qtob	Qtob	Ln(Qtob)	-1/Q
qtob_{t-1}	0.508*** (0.091)	0.508*** (0.091)		
lnqtob_{t-1}			0.555*** (0.019)	
-1/Q_{t-1}				0.557*** (0.021)
dtta	0.035 (0.138)	0.035 (0.138)	0.166*** (0.042)	0.252*** (0.035)
size	-0.120*** (0.032)	-0.120*** (0.032)	-0.064*** (0.013)	-0.044*** (0.011)
cash2a	0.125 (0.142)	0.126 (0.142)	0.152** (0.066)	0.180*** (0.068)
stgris	0.746*** (0.263)			
stindep	-0.039 (0.089)			
io_indep		0.015 (0.089)	-0.036 (0.048)	-0.046 (0.043)
io_gris		0.878*** (0.288)	0.559** (0.219)	0.404* (0.237)
Constant	2.822*** (0.608)	2.820*** (0.608)	1.150*** (0.242)	0.223 (0.217)
Observations	7,672	7,672	7,672	7,672
R-squared	0.305	0.305	0.499	0.506
Number of id	699	699	699	699
Firm FE	YES	YES	YES	YES
Country-year FE	YES	YES	YES	YES
Robust styard errors in parentheses				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

10.3. Impacto en desempeño operativo (ROA) y gasto en capital (CAPEX)

Siguiendo a Ferreira y Matos (2006), la tabla 3 muestra los resultados obtenidos al regresionar los inversionistas institucionales con *ROA* y *CAPEX*. En la sección anterior se encontró evidencia que encuentra que firmas *gris* y de *corto plazo* tienen un efecto positivo en el valor de la firma. Según Ferreira y Matos (2006) este efecto es por que estas firmas ejercen monitoreo sobre las firmas en las que invierten. En esta sección se examina si la presencia de institucionales tiene efecto en el desempeño operativo. Concretamente, en la tabla 3 se muestran las regresiones de *ROA* y *CAPEX* con respecto a los inversionistas institucionales.

Esta vez, al igual que Ferreira y Matos (2006), se incorpora la geografía del inversionista institucional, diferenciando entre inversionista doméstico, extranjero estadounidense y extranjero no-estadounidense. En la columna (2) se observa que la presencia de inversionistas independientes de largo plazo en la empresa aumenta en 3,2% el desempeño operacional medido por *ROA*.

Por otra parte, se observa que aquellas empresa con inversionistas *gris* de corto plazo, poseen significativamente 6,8% más de gasto de capital relativo al promedio de la muestra, lo que de forma indirecta es consistente con los resultados de Ferreira y Matos (2006), quienes encuentra que la presencia de independientes hace que las firmas inviertan significativamente menos en capital.

En resumen, se encuentra que la presencia de inversionistas de corto plazo y grises está asociado a un mayor valor de la firma, explicado principalmente porque estas empresas invierten más que el promedio y el mercado valora la mayor inversión. Sin embargo, inversionistas independientes de largo plazo muestran un mayor desempeño operacional, el cual es consistente con la teoría de monitoreo, la cual proponía que inversionistas con menos ataduras¹¹ a la empresa se ven motivados a ejercer un mejor monitoreo, el cual afecta sus resultados operacionales, disminuyendo los problemas de agencia. Este estudio no encuentra evidencia a favor de heterogeneidad de los inversionistas institucionales según zona geográfica y encuentra evidencia a favor del *Cathering* de las firmas, es decir, la tendencia a beneficiar a sus inversionistas de corto plazo.

¹¹ Menos relaciones con la empresa.

Tabla 3

VARIABLES	(1) roa	(2) roa	(3) roa	(4) roa	(5) capex2a	(6) capex2a	(7) capex2a	(8) capex2a
roa_{t-1}	0.247*** (0.025)	0.248*** (0.025)	0.247*** (0.025)	0.248*** (0.025)				
capex2a_{t-1}					0.321*** (0.023)	0.320*** (0.023)	0.320*** (0.023)	0.320*** (0.023)
dtta	-0.175*** (0.014)	-0.176*** (0.014)	-0.176*** (0.014)	-0.176*** (0.014)	-0.017*** (0.006)	-0.018*** (0.006)	-0.017*** (0.006)	-0.018*** (0.006)
size	0.010*** (0.003)	0.010*** (0.003)	0.010*** (0.003)	0.010*** (0.003)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)	-0.000 (0.002)
cash2a	0.104*** (0.017)	0.105*** (0.017)	0.104*** (0.017)	0.105*** (0.017)	-0.013 (0.011)	-0.013 (0.011)	-0.013 (0.011)	-0.013 (0.011)
stgris	0.137 (0.104)				0.068*** (0.022)			
stindep	-0.004 (0.015)				-0.001 (0.006)			
ltgris		0.091 (0.109)				0.012 (0.115)		
ltindep		0.032* (0.018)				0.011 (0.012)		
foreignUSown			-0.013 (0.023)				0.003 (0.009)	
foreignNONUSown			-0.005 (0.009)				0.008 (0.006)	
domesticown			0.005 (0.004)				0.003 (0.003)	
Institown				0.000 (0.013)				0.001 (0.007)
Constant	-0.129** (0.063)	-0.131** (0.063)	-0.132** (0.063)	-0.131** (0.063)	0.060 (0.042)	0.059 (0.042)	0.061 (0.042)	0.059 (0.042)
Observations	7,672	7,672	7,672	7,672	6,329	6,329	6,329	6,329
R-squared	0.247	0.246	0.246	0.246	0.183	0.183	0.183	0.183
Number of id	698	698	698	698	667	667	667	667
Firm FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Country-year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Robust styard errors in parentheses								
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1								

11. Conclusión

Esta tesis sigue la metodología de Ferreira y Matos (2006), Derrien et al (2012) y Yan y Zhang (2009) para identificar qué efectos tienen los distintos tipos de inversionistas institucionales sobre las empresas Latinoamericanas. Se encuentra que los inversionistas institucionales de corto plazo aumentan el valor de las firmas en las que invierten y estas tienen un CAPEX significativamente mayor. Los inversionistas institucionales independientes de largo plazo aumentan el desempeño operacional de las empresas, teniendo un ROA significativamente mayor. Esta tesis apoya la teoría de *Cathering*, ya que los resultados muestran que a las firmas benefician más a sus inversionistas de corto plazo.

Este estudio no encuentra evidencia que apoye a Gillan y Starks (2003) al no encontrar un efecto significativo de la influencia de inversionistas extranjeros, sin embargo, es poco probable que estos ejerzan cierta influencia con tan baja participación en la región, tendencia que podría cambiar en los próximos años. Además, en nuestra muestra se observa que en 2014 la inversión extranjera en los países de la región era bastante baja, lo que apoya la tesis de Coval y Moskowitz (1999) sobre la tendencia de los inversionistas a invertir en empresas locales.

Table 4: Descripción de Variables

Abreviación	Variable	Definición
VARIABLES DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES		
$stgris_{i,t}$	Inversionista	Participación de institucionales gris de corto plazo.
$stindep_{i,t}$	Inversionista	Participación de institucionales independientes de corto plazo.
$ltgris_{i,t}$	Inversionista	Participación de institucionales gris de largo plazo.
$ltindep_{i,t}$	Inversionista	Participación de institucionales independientes de largo plazo.
VARIABLES INDEPENDIENTES DE LA FIRMA		
Q_{tob}	Q de Tobin	Capitalización de mercado + Deuda Total a total de activos
ROA	Retorno de activos	Ingreso neto a total de activos.
$Capex2a$	Gasto de capital	Gasto en capital a total de activos.
FIRM-LEVEL CONTROL VARIABLES		
$Size$	Size	Logaritmo natural de los activos totales.
$dtta$	Ratio de deuda	Deuda sobre total de activos.
$ltdtd$	Deuda largo plazo	Deuda largo plazo sobre total de activos.
$cfo2a$	Ratio de efectivo	Efectivo y equivalente sobre activos
$sales2a$	Ratio de ventas	Ventas netas sobre activos
$Crisis$	Financial crisis periods	1 para 1999, 2007, 2008 y 2009, y cero de lo contrario.
COUNTRY, INDUSTRY y YEAR		
Año-País	Año-País FE	Conjunto de dummies país-año

Table 5: Estadística Descriptiva Por País

País	Argentina		Brazil		Chile		Colombia		Mexico		Perú		Total	
	Media	Dev. Est	Media	Dev. Est	Media	Dev. Est	Media	Dev. Est	Media	Dev. Est	Media	Dev. Est	Media	Dev. Est
<i>qtob</i>	1.508	2.366	1.514	1.665	1.354	1.777	1.367	1.751	1.286	0.938	1.089	1.255	1.373	1.640
<i>capex</i>	0.054	0.048	0.060	0.048	0.054	0.049	0.049	0.045	0.053	0.047	0.054	0.051	0.055	0.048
<i>roa</i>	0.021	0.106	0.016	0.112	0.042	0.077	0.034	0.068	0.039	0.076	0.048	0.080	0.032	0.094
<i>size</i>	19.04	1.883	19.98	1.873	19.52	1.840	19.69	2.244	20.52	1.551	18.72	1.561	19.67	1.876
<i>dtta_{i,t}</i>	0.226	0.199	0.257	0.179	0.225	0.154	0.150	0.130	0.227	0.165	0.195	0.165	0.229	0.172
<i>ltdtd_{i,c,t}</i>	0.460	0.345	0.550	0.290	0.600	0.311	0.589	0.338	0.644	0.324	0.492	0.320	0.561	0.317
<i>cfo2a</i>	0.087	0.092	0.076	0.091	0.073	0.077	0.061	0.079	0.071	0.080	0.082	0.095	0.076	0.086
<i>sales2a¹²_{i,c,t}</i>	0.826	0.536	0.753	0.474	0.643	0.435	0.497	0.409	0.776	0.467	0.674	0.421	0.718	0.467
<i>liabta</i>	0.533	0.337	0.954	4.088	0.452	0.223	0.536	2.717	0.624	3.565	0.424	0.235	0.650	2.798
<i>Stgris</i>	0.006	0.007	0.042	0.067	0.090	0.064	0.060	0.047	0.003	0.005	0.040	0.044	0.039	0.062
<i>Stindep</i>	0.015	0.041	0.093	0.126	0.069	0.079	0.116	0.206	0.041	0.070	0.036	0.070	0.065	0.101
<i>Ltgris</i>			0.081	0.045	0.072	0.034	0.100	0.008			0.082	0.036	0.082	0.037
<i>Ltindep</i>	0.011	0.038	0.099	0.140	0.070	0.074	0.192	0.165	0.052	0.089	0.050	0.080	0.067	0.106
Obs	923		2990		2136		312		1496		1339		9196	

¹² Medido como efectivo sobre total de activos.

APENDICE 1

Total de inversionistas institucionales																			
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Argentina	0,00%	1,43%	1,44%	0,84%	0,61%	0,37%	0,24%	2,70%	4,78%	6,90%	6,35%	6,43%	3,41%	4,52%	4,44%	5,05%	6,52%	6,54%	3,38%
Brazil	0,00%	4,28%	2,69%	3,22%	4,67%	1,51%	1,75%	3,52%	3,53%	6,74%	7,04%	13,46%	13,94%	14,22%	15,44%	15,27%	15,46%	17,08%	17,58%
Chile	0,00%	3,00%	3,99%	4,47%	4,61%	4,20%	5,00%	4,81%	5,52%	7,32%	7,23%	8,64%	9,66%	9,40%	10,59%	11,83%	11,45%	11,18%	12,05%
Colombia	0,00%	0,59%	4,77%	0,10%	0,06%	9,37%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,02%	5,17%	9,71%	8,36%	8,32%	8,79%	7,85%	10,59%	8,85%
Mexico	0,00%	1,53%	1,52%	2,07%	2,06%	2,47%	2,62%	3,86%	2,77%	3,45%	4,22%	10,55%	11,36%	6,78%	7,62%	9,38%	8,40%	10,69%	11,61%
Peru	0,00%	0,63%	0,13%	0,39%	0,22%	1,41%	0,09%	0,15%	0,06%	0,05%	0,51%	3,47%	4,70%	4,45%	3,85%	3,67%	3,97%	3,37%	2,56%

Total de inversionistas institucionales extranjeros (Sin EE.UU)																			
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Argentina	0,00%	0,77%	0,59%	0,52%	0,18%	0,22%	0,13%	0,05%	0,02%	0,04%	0,00%	0,13%	0,32%	0,01%	0,11%	0,19%	0,71%	0,60%	0,92%
Brazil	0,00%	3,99%	2,22%	2,77%	0,67%	0,19%	0,07%	0,13%	0,45%	0,81%	1,14%	2,53%	2,48%	2,12%	2,27%	1,92%	1,80%	2,18%	2,46%
Chile	0,00%	0,65%	0,95%	0,84%	0,59%	0,65%	0,60%	0,60%	0,94%	0,79%	0,50%	0,59%	1,00%	0,58%	0,37%	0,58%	0,62%	0,56%	0,67%
Colombia	0,00%	0,59%	0,17%	0,10%	0,04%	9,37%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,02%	0,09%	0,44%	0,54%	0,56%	0,57%	0,16%	0,02%	0,07%
Mexico	0,00%	0,79%	0,74%	0,90%	0,70%	0,64%	0,49%	0,56%	0,68%	0,67%	0,74%	1,11%	1,21%	1,11%	0,77%	0,90%	1,26%	1,53%	1,45%
Peru	0,00%	0,61%	0,11%	0,38%	0,18%	1,37%	0,07%	0,13%	0,05%	0,05%	0,04%	0,23%	1,37%	1,24%	1,10%	0,84%	0,84%	0,64%	0,53%

APENDICE 2

Total de inversionistas institucionales de EE.UU.																			
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Argentina	0,00%	0,15%	0,01%	0,00%	0,10%	0,02%	0,01%	0,02%	0,01%	0,14%	0,55%	0,93%	1,18%	0,53%	0,52%	1,18%	1,71%	1,91%	1,21%
Brazil	0,00%	0,23%	0,47%	0,44%	1,20%	0,07%	0,06%	0,06%	0,02%	0,12%	0,41%	2,32%	2,09%	2,29%	3,23%	3,45%	3,31%	3,29%	3,58%
Chile	0,00%	0,00%	0,00%	0,29%	0,45%	0,12%	0,10%	0,10%	0,06%	0,05%	0,09%	0,25%	0,23%	0,18%	0,43%	0,56%	0,44%	0,42%	0,68%
Colombia	0,00%	0,00%	4,61%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,26%	0,11%	0,08%	0,11%	0,22%	0,22%	0,33%	0,47%
Mexico	0,00%	0,75%	0,78%	0,49%	0,82%	0,35%	0,17%	0,29%	0,31%	0,81%	0,78%	2,36%	2,18%	1,82%	2,05%	3,10%	2,30%	3,65%	3,60%
Peru	0,00%	0,02%	0,02%	0,01%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,37%	0,29%	0,09%	0,40%	0,50%	0,43%	0,60%	0,59%

Total de inversionistas domesticos																			
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Argentina	0,00%	0,51%	0,84%	0,32%	0,33%	0,13%	0,10%	2,63%	4,76%	6,72%	5,79%	5,37%	1,91%	3,98%	3,81%	3,67%	4,10%	4,03%	1,25%
Brazil	0,00%	0,06%	0,00%	0,00%	2,80%	1,25%	1,62%	3,32%	3,06%	5,81%	5,49%	8,61%	9,37%	9,80%	9,94%	9,90%	10,34%	11,61%	11,55%
Chile	0,00%	2,35%	3,04%	3,33%	3,57%	3,44%	4,31%	4,10%	4,52%	6,48%	6,64%	7,81%	8,43%	8,64%	9,79%	10,70%	10,39%	10,19%	10,70%
Colombia	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,81%	9,16%	7,74%	7,65%	8,00%	7,48%	10,24%	8,30%
Mexico	0,00%	0,00%	0,00%	0,68%	0,53%	1,48%	1,96%	3,02%	1,77%	1,97%	2,70%	7,08%	7,97%	3,85%	4,80%	5,39%	4,84%	5,51%	6,56%
Peru	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,02%	0,02%	0,02%	0,01%	0,47%	2,87%	3,03%	3,12%	2,35%	2,34%	2,69%	2,13%	1,44%

Bibliografía

- [1] Ferreira M., Matos P., (2006) “The Colors of Investors’ Money: The Role Of Institutional Investors Around The World”.
- [2] La Porta R., Lopez-deSilanes F., Shleifer A. (1998) “Corporate Ownership Around The World”.
- [3] Fondo Monetario Internacional (2014) “How Do Changes In The Investor Base Y Financial Deepening Affect Emerging Market Economies?”.
- [4] Brickley J., Lease R., Smith C. (1987) “Ownership Structure Y Voting On Antitakeover Amendments”.
- [5] Stark L. (2000) “Corporate Governance Y Institutional Investors: Implications For Latin America”.
- [6] Bozec Y., Francoeur C., Labelle R., Okoudjou V. (2013) “Investisseurs Institutionnels et Gouvernance”.
- [7] Karolyi G., Ng D., Eswar S. (2015) “The Coming Wave: Where Do Emerging Market Investors Put Their Money?”.
- [8] Gillan S., Starks L. (2003) “Institutional Investors, Corporate Ownership Y Corporate Governance”.
- [9] Gompers P., Metrick A., (2001) “Institutional Investors Y Equity Prices”.
- [10] Chidambaran, N., y K. John (1997) “Relationship Investing y Corporate Governance” Tulane University y University of New York.
- [11] Harford J., Kecskés A. y Mansi S. “Do Long-Term Investors Improve Corporate Decesion Making?”.
- [12] Beyer A., Larcker D. y Tayan B., 2014, “Study on How Investment Horizon y Expectations of Shareholder Base Impact Corporate Decision-Making”.
- [13] Relations Institute y The Rock Center for Corporate Governance.
- [14] Roe M., (2004) “The Institutions of Corporate Governance”.
- [15] Jensen y Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs y Ownership Structure”.
- [16] Gozzi, Levine, y Schmukler (2006) y Sarkissian y Schill (2006).
- [17] Shliefer A. y Vishny R. (1986) “ Large Shareholders y Corporate Control”.

- [18] Huddart S. (1993) "The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value".
- [19] Black B. (1992) "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice".
- [20] Barber B. y Odean T. (2000) "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors".
- [21] Coval J. y Moskowitz T. (1999) "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios".