



“Propiedad Familiar, Estructuras Piramidales y Sensibilidad de la Inversión a los Flujos de Caja: El caso Chileno”

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

Alumno: Guillermo Carbone Sarli

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertín

Santiago, Abril de 2016

Luego de casi 6 años en la mejor universidad de todo el país – tanto en pregrado como postgrado – puedo decir, orgullosamente, que el proceso de formación al cual me he sometido, ha llegado a su fin, y según mi forma de ver las cosas, con el máximo de los éxitos.

Quisiera que estas líneas reflejen mi más sincero agradecimiento a todos quienes con su ayuda – ya sea poca a mucha – contribuyeron no solo a que pueda titularme del Magíster de Finanzas, el más complejo y exigente de todos, sino que a que hoy en día sea la persona que soy.

En primer lugar, quisiera agradecer especialmente a toda mi familia. Considero que sin cada uno de ustedes y su constante motivación sería difícil llegar a donde he llegado.

Por supuesto, debo agradecer a mi profesor y amigo Mauricio Jara por su ayuda y apoyo prestado. Gracias por tu orientación, el seguimiento y la supervisión. Ojalá podamos seguir adelante con la investigación, y podamos aportar al mercado de capitales chileno. De igual manera, agradezco a Félix López Iturriaga por su guía inicial en este trabajo.

Por último, quiero dar las gracias a mis amigos de la universidad, y a mi familia en Uruguay, especialmente a Walde Sarli.

A todos ustedes, gracias.

INTRODUCCIÓN

En estos últimos años ha surgido un importante volumen de literatura que ha analizado si las distintas configuraciones de estructura de propiedad pueden explicar las decisiones de inversión de las empresas, en relación a la sensibilidad que estas podrían tener a las fluctuaciones de los flujos de caja (Pindado *et al.*, 2011). Por ejemplo, en el trabajo pionero de Hoshi *et al.* (1991) se muestra que la pertenencia a un grupo de negocio reduce la sensibilidad que tiene la inversión a los flujos de caja, argumentando principalmente que dicha reducción se traduce en la existencia de menores niveles de restricciones financieras. Otros trabajos han mostrado el efecto que tienen sobre las decisiones de inversión la concentración de la propiedad (Goergen y Renneboog, 2001; Wei y Zhang, 2008), la existencia de grupos empresariales (Almeida y Wolfenzon, 2006; Almeida *et al.*, 2011), e inclusive la propiedad familiar (Pindado *et al.*, 2011).

Nuestro trabajo se centra principalmente en el efecto de la propiedad familiar y distintas configuraciones de propiedad familiar sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja para una economía emergente como la chilena. Específicamente, se intenta medir si la existencia de distintos niveles de estructuras piramidales, medida como el grado de separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja que tiene el último accionista de la cadena de propiedad, tienen incidencia diferenciada sobre la dependencia que presenta la inversión a la generación de flujos de caja internos.

Al centrarnos en la propiedad familiar, es de destacar la importancia de las familias como importantes accionistas de referencia alrededor del mundo. El importante volumen de literatura que ha surgido desde el trabajo de La Porta *et al.* (1999) ha mostrado, por ejemplo, que el accionista familiar se encuentra presente en prácticamente dos tercios de las empresas del este asiático (Claessens *et al.*, 2000b), casi la mitad de las empresas de Europa Occidental (Faccio y Lang, 2002), y en más de un tercio de las empresas indexadas al S&P500 y al Fortune 500 (Villalonga y Amit, 2006).

En general la literatura que ha estudiado la naturaleza familiar de las empresas concuerda que existen características benéficas que decantan en un mejor desempeño (Anderson y Reeb, 2003; Barontini y Caprio, 2006; Villalonga y Amit, 2006; Bonilla *et al.*, 2010; Isakov y Weisskopf, 2014). No obstante, existe también la posibilidad de que una

mayor propiedad de las familias decante en un atrincheramiento de la posición de accionista controlador, conduciendo a una dimensión horizontal del gobierno corporativo.

La evidencia existente para Latinoamérica ha mostrado que las empresas familiares tienen mejor desempeño. Por ejemplo, González *et al.* (2012) analizan una muestra de empresas Colombianas y evidencian que las familias presentan un desempeño superior. Para Chile Martínez *et al.* (2007) y Bonilla *et al.* (2010) encuentran resultados similares. Implícitamente, es posible inferir que este mayor desempeño se deba a un mayor alineamiento de intereses de las familias, lo que se deriva a mejores políticas de inversión.

Si bien esto puede ser un resultado plausible, ninguno de estos estudios ha analizado el efecto de la concentración de la propiedad y la existencia de pirámides, lo cual potencialmente podría condicionar las políticas de inversión, dada la existencia de mercados de capitales internos en el seno de los grupos empresariales, los cuales podrían actuar cuando los mercados de capitales no resulten ser tan eficientes.

De una muestra de 113 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Comercio de Santiago para el periodo 2008-2011, nuestros resultados ponen de manifiesto dos cuestiones fundamentales. En primer lugar, la existencia de accionistas familiares incrementa la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, lo que potencialmente indica que las familias enfrentan mayores niveles de restricciones financieras (Medina y Valdés, 1998), lo cual decanta en políticas de inversión que son sub-óptimas (Kuo y Hung, 2012). No obstante, dada la evidencia que sugiere un mayor desempeño de las empresas familiares versus las no familiares, estos resultados potencialmente también pueden indicar que las empresas familiares exhiben un mayor grado de conservadurismo en términos de exposición al riesgo vía apalancamiento para financiar proyectos que resultan ser eficientes.

En segundo lugar, cuando hay presencia de estructuras de propiedad piramidales (donde existe separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja o rompimiento de la regla *un-voto-una-acción*) es posible observar patrones de inversión diferenciados por parte de las familias. Por un lado, cuando las estructuras piramidales presentan menores niveles de separación entre derechos de flujo de caja y derechos de voto (control más directo por parte del último accionista y grupos más pequeños), al igual que las participaciones

directas del accionista familiar, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja se ve acentuada. No obstante, cuando la separación entre derechos de flujo de caja y de voto es alta, como la que existe en los grupos empresariales de mayor tamaño, la dependencia de los flujos de caja a la inversión parece verse atenuada. Es decir, a medida que el accionista familiar presenta mayores niveles de separación, disminuyen los problemas de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, lo que evidencia la ventaja de la existencia de estructuras piramidales (o grupos empresariales) en el contexto chileno, sugiriendo que estas configuraciones de propiedad son eficientes, pues potencialmente permiten reducir el grado de restricciones financieras a partir de la existencia de mercados de capitales internos, lo que soporta la idea de que las estructuras piramidales y, en particular, los conglomerados de negocio, pueden implicar algunos beneficios en países emergentes como el chileno (Almeida y Wolfenzon, 2006; Edwards y Weichenrieder, 2009; Villalonga y Amit, 2009), en donde los potenciales riesgos de expropiación de estos grupos empresariales son atenuados por las ventajas de la existencia de mercados de capitales internos (Buchuk *et al.*, 2014), entregando así mayores incentivos a invertir eficientemente por parte de las familias.

Para llevar a cabo el estudio, estructuramos el artículo en cinco epígrafes. Tras la presente introducción, en el segundo de ellos realizamos una revisión de literatura y formulación de hipótesis. La descripción de la muestra objeto de estudio, así como la presentación de las variables y metodología empleada para el análisis constituyen el contenido del tercer epígrafe, mientras que en el cuarto expondremos los resultados obtenidos y comentaremos algunas de sus implicancias. El trabajo finaliza con un apartado en el que se exponen las conclusiones alcanzadas.

1. Revisión de literatura y formulación de hipótesis

1.1 *Investment-Cash Flow Sensitivity*

Existe un amplio volumen de literatura que ha analizado la relación existente entre la inversión y los flujos de caja internamente generados por las empresas, mayoritariamente encontrando que, aún una vez controlando por las oportunidades de inversión existentes, los flujos de caja internos son un determinante significativo de las decisiones de inversión.

Esta simple aseveración ha traído consigo una acalorada discusión acerca de bajo qué condiciones las empresas emplean más sus flujos de caja generados internamente, y sobre las restricciones de la compañía para poder invertir. Esto último implica que las empresas, a medida que disponen de un abanico de fuentes de recursos limitado al momento de levantar capital, básicamente dependerán de sus flujos internos para poder satisfacer sus decisiones de inversión.

La evidencia empírica sugiere que los flujos de caja son un determinante significativo de las decisiones de inversión de las empresas. Por ejemplo, Goergen y Renneboog (2001) y Pawlina y Renneboog (2005) muestran la existencia de una alta sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, para una muestra de empresas del Reino Unido y, resultados similares se han encontrado para distintas investigaciones en economías desarrolladas y mercados emergentes¹ (Hoshi *et al.*, 1991; Kadapakkam *et al.*, 1998; Arslan *et al.*, 2006; Wei y Zhang, 2008; Francis *et al.*, 2013).

Ahora bien, si consideramos un mundo perfecto, como aquel descrito por Modigliani y Miller (1958), el único factor relevante al momento de tomar decisiones de inversión debiesen ser las oportunidades de crecimiento, puesto que las decisiones de inversión y financiación resultarían ser independientes. En este sentido, las empresas tendrían que invertir solamente en proyectos con VAN positivo, sin tomar en consideración el cómo se financiarán dichos proyectos.

Sin embargo, a posteriori, si se introducen algunas imperfecciones de mercado, como la existencia de impuestos y problemas de información, las fuentes de financiamiento se

¹ Una revisión de literatura más detallada se encuentra en Hubbard (1997) y Carreira y Silva (2010).

tornan relevantes. De hecho, Myers y Majluf (1984) muestran que las imperfecciones de mercado pueden generar una jerarquía en relación al empleo de recursos de financiación. Así, desde una perspectiva de información, el financiamiento interno predomina por sobre otros recursos financieros y las decisiones de inversión y financiación no son independientes, lo que implica que la disponibilidad de flujos internos es un importante predictor de la inversión.

1.1.1 Sobre-inversión vs. Sub-inversión

Un gran número de estudios intentan medir la relación entre la disponibilidad de fondos internos y la inversión (Vogt, 1994; Lamont, 1996; Hadlock, 1998; Morgado y Pindado, 2003; Pawlina y Renneboog, 2005; Wei y Zhang, 2008). En este ámbito, dichos estudios son consistentes en evidenciar que la relación viene inducida por la existencia de imperfecciones de mercado, que pueden verse plasmadas tanto en problemas de sub-inversión (problemas de información asimétrica) y sobre-inversión (hipótesis de *free cash flow*).

Ambos problemas se resumen en dos hipótesis ampliamente aceptadas en la literatura, basadas en la existencia de una brecha entre el costo de financiamiento interno y externo. Por un lado, la sub-inversión viene causada por problemas de información asimétrica, y hace referencia principalmente a cuando las empresas no poseen suficientes fondos internos para invertir, por lo que quienes controlan las empresas podrían dejar pasar oportunidades de inversión rentables puesto que el mercado se encuentra menos informado acerca de las oportunidades de inversión reales que tiene la empresa. En este sentido, ante problemas de información asimétrica, el financiamiento externo podría tornarse extremadamente caro comparado con recursos internos, generándose una brecha entre ambos. La intuición subyacente sugiere que mientras mayor sea dicha brecha, mayores restricciones al financiamiento externo presentará la empresa (derivado de problemas de información). Esto tiene como consecuencia que las empresas inviertan más con flujos internos (recursos más baratos y que mantienen niveles de información asimétrica) y, por lo tanto, en ese sentido una mayor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja puede indicar problemas de sub-inversión.

Por otro lado, la sobre-inversión, causada por el exceso recursos internos libres (Jensen, 1986), puede explicar un mayor grado de sensibilidad de la inversión a los flujos de

caja. Dicha hipótesis argumenta que cuando existen flujos de caja en exceso en comparación con un óptimo de inversión, quienes controlan la empresa tendrán incentivos a invertir dichos flujos en proyectos que no generen valor, en vez de distribuirlos de manera eficiente (e.g., pago de dividendos). Esto ocurre principalmente por el incentivo a maximizar su propia función de utilidad a través de beneficios no pecuniarios que no necesariamente implica un mejor desempeño de la empresa. De esta manera, la existencia de flujos de caja libres sirve como vehículo de inversión en proyectos no rentables y, por tanto, la mayor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja termina siendo un reflejo de una política sub-óptima de sobre-inversión. Cabe señalar, que al igual que con el problema de sub-inversión, la sobre-inversión sugiere que existe una brecha entre el costo de financiamiento externo e interno. En este caso específico, esta hipótesis sugiere que no es que los fondos externos sean muy caros, sino más bien es que los fondos internos son extremadamente baratos desde el punto de vista de quienes controlan la empresa.

A modo de resumen, ambos argumentos - las restricciones al financiamiento externo inducidas por la existencia de información asimétrica, y los problemas de agencia del exceso de flujos de caja libre - se asocian a un comportamiento de inversión ineficiente (Scharfstein y Stein, 2000; Stein, 2003; Pawlina y Renneboog, 2005; Campello *et al.*, 2010). Por un lado, algunos trabajos como el de Hadlock (1998) encuentran evidencia a favor de la hipótesis de sub-inversión para una muestra de empresas estadounidenses, y por el otro, evidencia como la de Pawlina y Renneboog (2005) y Wei y Zhang (2008) para Reino Unido y un conjunto de países del Este Asiático dan soporte a la hipótesis de sobreinversión.

Los problemas que decantan en un mayor grado de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja pueden repercutir de manera relevante en la economía, puesto que el hecho que existan empresas con políticas sub-óptimas de inversión puede condicionar fuertemente el crecimiento de largo plazo de las mismas empresas, industrias y países.

De una manera más específica, el hecho de sub-invertir ante la existencia de restricciones financieras, implica muchas veces que actualmente se está dejando de realizar proyectos que podrían crear valor en el largo plazo, mientras que el hecho de sobre-invertir recursos ante la existencia de problemas de agencia, se traduce en que en el corto, mediano

e inclusive en el largo plazo se podrían desaprovechar nuevas oportunidades de inversión rentables.

1.1.1.1 La sensibilidad de la inversión como medida de restricciones financieras

Si bien las hipótesis señaladas anteriormente soportan la existencia de una mayor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, la literatura financiera generalmente ha puesto su énfasis en la inconclusa y candente discusión de si dicha sensibilidad es una medida proxy adecuada de las restricciones financieras que presentan las empresas, dejando de lado en su mayoría aquellos argumentos relacionados a los costos de agencia (Wei y Zhang, 2008; Francis *et al.*, 2013). La presente tesis considera ambos enfoques como válidos al momento de explicar la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja.

Un trabajo pionero en investigar la relación entre la inversión y flujos de caja es el de Fazzari *et al.* (1988a), en donde se analiza la incidencia que tienen las restricciones al financiamiento² sobre las decisiones de inversión. Estos autores argumentan que aquellas empresas que presentan las mayores brechas entre el costo de financiamiento interno y externo presentan los mayores niveles de restricciones financieras. Cuando ocurre esto, las empresas deben confiar principalmente en el financiamiento interno (flujos de caja) para satisfacer sus necesidades de inversión, y este es un motivo de porque algunas empresas retienen mayores niveles de fondos.

La metodología empleada por Fazzari *et al.* (1988a) para identificar a las empresas con los mayores niveles de restricciones financieras consiste en dividir su muestra a través de criterios que guardan relación con el ratio de pago de dividendos³. Específicamente, dividen una muestra de 421 empresas estadounidenses cotizadas entre 1970-1984 en tres grupos - de menor a mayor dividend payout ratio - e indican que aquellas empresas más restringidas son las que muestran menores ratios de *dividend payouts*. Los resultados alcanzados por los autores indican que todos los grupos presentan una sensibilidad positiva de la inversión a los flujos de caja, y que dicha sensibilidad es significativamente mayor en

² Una firma se encuentra restringida financieramente según los autores cuando enfrenta una brecha entre el costo de los fondos internos y externos, la que hace que el financiamiento externo sea costoso relativo al interno.

³ Clase 1 corresponde al grupo de firmas que tienen un ratio menor a 10% durante al menos 10 años seguidos, la Clase 2 entre 10% y 20% durante al menos 10 años seguidos, y la Clase 3 corresponde al resto de las firmas.

aquellas empresas que se encuentran más restringidas. Esta relación sistemática entre restricciones financieras e inversión la denominaron hipótesis de *monotonidad*.

A partir del trabajo de Fazzari *et al.* (1988a) surge un importante volumen de literatura que ha traído consigo una acalorada discusión que intenta dilucidar si la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja - utilizando distintos criterios de división muestral - efectivamente indica la presencia de restricciones financieras⁴, y por ende, corrobora la *hipótesis de monotonidad*. Por ejemplo, Hoshi *et al.* (1991) evidencian para una muestra de empresas japonesas cotizadas entre 1965-1986 que las empresas pertenecientes a grupos empresariales (*Keiretsu*) o afiliadas, las cuales poseen generalmente una mayor relación con grandes bancos japoneses (y por ende menores restricciones), muestran significativamente una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. Por su parte, Arslan *et al.* (2006) encuentran, para una muestra de empresas turcas cotizadas entre el 1998-2002, que aquellas empresas que tienen mayores niveles de caja enfrentan mayores niveles de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, en especial en periodos de crisis.

a) La discusión en torno a las Restricciones Financieras

En paralelo a este movimiento literario, Kaplan y Zingales (1997) cuestionan la metodología impulsada por Fazzari *et al.* (1988a) - a partir de ahora FHP (1988) - en relación a la utilidad de la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja como medida de restricciones financieras⁵. De hecho, Kaplan y Zingales (1997) re-examinan la sub-muestra de empresas restringidas (aquella de menor payout ratio) empleada por FHP (1988), segmentándola en cinco sub-muestras, y encuentran que las empresas que a priori parecen estar menos restringidas - de acuerdo a distintos criterios cuantitativos y cualitativos utilizados por los autores (estados financieros, noticias, reportes de juntas y otros documentos)⁶ - muestran mayores niveles de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja.

⁴Entre los criterios de división de muestra más utilizados para identificar empresas restringidas están el *dividend payout* (Arslan *et al.*, 2006), el tamaño (Devereux y Schiantarelli, 1990; Kadapakkam *et al.*, 1998; Arslan *et al.*, 2006), la edad de la empresa (Oliner y Rudebusch, 1992), el leverage (Whited, 1992), el acceso a papeles comerciales y mercados de bonos (Whited, 1992; Schiantarelli, 1995), la afiliación a Business Groups (Hoshi *et al.*, 1991; George *et al.*, 2011) y las tenencias de efectivo (Arslan *et al.*, 2006). Además, para el caso Chileno Medina y Valdés (1998) dividen la muestra de acuerdo a la posibilidad de que las AFPs participen en la propiedad de las empresas.

⁵Kaplan y Zingales (1997) cuestionan principalmente el criterio de política de dividendos para identificar empresas con restricciones financieras.

⁶Kaplan y Zingales (1997) catalogan a una empresa como restringida financieramente si "[...] el costo ó disponibilidad de fondos externos excluye a la compañía de realizar una inversión que hubiese escogido en caso que los fondos internos estuviesen estado disponibles".

Estos resultados ponen en cuestionamiento el hecho de que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja sea una buena medida de las restricciones financieras, puesto que a priori, no existiría una relación *monotónica* como aquella expuesta por FHP (1988). A posteriori, Cleary (1999) encuentra resultados similares a los de Kaplan y Zingales (1997), en relación a la mayor sensibilidad evidenciada por las empresas menos restringidas, y para determinar el grado de restricciones financieras emplea un índice de clasificación multivariado, el cual permite estimar un score representativo de cada año.

En contrapartida a dicha evidencia, Fazzari *et al.* (2000) contestan a las críticas realizadas por Kaplan y Zingales (1997), señalando que su enfoque analítico es erróneo, puesto que sus conclusiones no se desprenden ni del modelo teórico ni de sus resultados. En adición, señalan que el sistema de identificación del nivel de restricciones financieras utilizado es erróneo, puesto que se basa en una sub-muestra pequeña y homogénea, y que los criterios cualitativos resultan ambiguos. Finalmente señalan que la menor sensibilidad en aquellas empresas del sub-grupo con mayores restricciones financieras responde a que dichas empresas presentan *dificultades financieras* ó *financiamiento*, por lo que difícilmente la inversión responderá a las fluctuaciones en los flujos de caja en ese punto.

En un nuevo contraataque, Kaplan y Zingales (2000) señalan que las dificultades financieras no son un factor que atenúa sus resultados⁷. En esta línea, Allayannis y Mozumdar (2004)⁸ plantean que la inversión debiese responder débilmente a los flujos de caja en aquellas empresas que presenten reducciones de efectivo y *dificultades financieras*. En este sentido, los autores utilizan como proxy de dificultades financieras la existencia de flujos de caja negativos, y encuentran que las empresas más restringidas presentan una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, la cual se debe al sesgo introducido por las empresas que presentan *dificultades financieras* (en línea con FHP 2000). Sin embargo, luego

⁷ Los autores reafirman que la sensibilidad no es necesariamente *monotónica* respecto al grado de restricciones.

⁸ Este trabajo ha dado pie al surgimiento de un cuerpo de literatura que ha analizado la reducción de la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja a través del tiempo. Sus principales resultados ponen de manifiesto, para una muestra de empresas entre el periodo 1970-1996, que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja se ve reducida en el tiempo, atribuyendo dichos resultados a la mayor eficiencia informacional de los mercados de capitales y al incremento en la oferta de fondos. Otros estudios, como el de Agca y Mozumdar (2008) que evidencian dicho declive analizando la existencia de cinco factores asociados a la existencia de imperfecciones de mercado: la liquidez del mercado, la propiedad institucional, el seguimiento de los analistas, las calificaciones de riesgo de la deuda y a calidad del gobierno corporativo. A posteriori, Brown y Petersen (2009) encuentran que en los últimos años la composición de la inversión ha cambiado. Específicamente, la inversión en activos fijos ha tomado menor relevancia en comparación con la inversión en R&D. A partir de esto, los autores encuentran que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja ha caído para la inversión en activos fijos.

encuentran que una vez eliminadas aquellas observaciones con flujos de caja negativo, las diferencias desaparecen entre aquellas empresas que pertenecen al sub-grupo de empresas restringidas. Este último resultado implica - en línea con KZ - que potencialmente, la sensibilidad de los flujos de caja a la inversión no sería una buena medida proxy del grado de restricciones financieras.

En otros trabajos se utilizan distintos criterios alternativos para determinar el grado de restricciones financieras de las empresas. Un ejemplo es el de Marhfor *et al.* (2012), donde los autores primero clasifican a las empresas de acuerdo al grado de protección a los accionistas minoritarios de cada país, señalando que mientras mayor sea la protección, menores serán las restricciones financieras⁹, y por el otro lado, clasifican a las empresas de acuerdo a una medida directa de asimetrías de información, de acuerdo a un coeficiente de respuesta del precio de la acción, donde mayores niveles de este coeficiente implican menores restricciones financieras. Sus resultados soportan los postulados de Fazzari *et al.* (2000), al evidenciar que a mayores niveles de restricciones financieras existe una mayor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. Adicionalmente, McLean *et al.* (2012) para una muestra de empresas estadounidenses cotizadas entre 1965-2010 analizan si en periodos de expansión de la economía y de alta confianza de los inversionistas, donde se reducen los costos de financiamiento externo (y con ello las restricciones financieras), disminuye la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. En efecto, la evidencia encontrada por estos autores sugiere que durante esos periodos, la inversión es más sensible a la Q de Tobin y menos sensible a los flujos de caja, por lo que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja es mayor para empresas más restringidas¹⁰ (y se cumple la hipótesis de *monotonidad*).

Dado que la evidencia anteriormente descrita ha mostrado grandes contradicciones, y una enorme falta de consenso, durante estos últimos años ha surgido un gran número de investigaciones que intentan explicar la relación entre las restricciones financieras y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, bajo distintas perspectivas y metodologías. De facto, algunos trabajos recalcan la importancia de la metodología empleada para clasificar a las empresas de acuerdo al grado de restricciones financieras, en cuanto a que según el

⁹ La protección al accionista minoritarios guardan relación al origen legal de cada país y a los derechos anti-director discutidos en la literatura.

¹⁰ Ver además Campello *et al.* (2010) para un mayor detalle sobre las restricciones financieras en periodos de recesión.

criterio empleado podría observarse una relación distinta entre restricciones financieras y sensibilidad de la inversión, lo que implicaría que la hipótesis de *monotonidad* podría no llegar a cumplirse, y por ende, que la sensibilidad de la inversión no sería una medida útil para aproximar las restricciones financieras. Povel y Raith (2001), precursores de este argumento, desarrollan un modelo teórico en que el costo de la deuda es endógeno, y encuentran una relación no lineal en forma de "U" invertida entre las restricciones financieras y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja (relación *no monotónica*), donde inicialmente, a mayores niveles de restricciones financieras, se observa una mayor sensibilidad de la inversión, y luego de cierto umbral, la sensibilidad de la inversión comienza a declinar. A posteriori, Cleary (2007) confirma esta predicciones de manera empírica, al igual que otras investigaciones como las de Huang (2002), Lyandres (2007), y Hadlock y Pierce (2010). Entre otros trabajos que postulan una relación *no monotónica* entre las restricciones financieras y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja se encuentra el de Almeida y Campello (2002), quienes mediante un modelo teórico predicen que la sensibilidad de la inversión debiese ser cero para las empresas que no presenten restricciones financieras y, por otro lado, que para aquellas empresas que sí presenten restricciones, a medida que estas crecen, la sensibilidad debiese decrecer. En esta misma línea, Almeida y Campello (2007) presentan un nuevo modelo teórico, donde la tangibilidad de los activos es una variable que refleja la habilidad de las empresas para obtener financiamiento externo y, con ello, su grado de restricciones financieras. A partir de esto, el modelo confirma la existencia de una relación *no monotónica* entre las restricciones financieras - medidas por la tangibilidad de los activos - y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja.

Finalmente, algunos trabajos se han centrado en otro tipo de cuestiones ó características para invalidar la utilidad de la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja como medida de restricciones. Por ejemplo, George *et al.* (2011) sugieren que empresas que pertenecen a *Business Groups* debiesen presentar menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. No obstante, sus resultados no evidencian diferencias significativas, por lo que la sensibilidad no sería considerada útil para aproximar restricciones financieras. Adicionalmente, Gomes (2001) desarrolla un modelo teórico en que analiza las regresiones de inversión tanto cuando las empresas sufren los mayores costos de financiación externos, así como cuando no existen restricciones financieras, y encuentra que, a pesar de las

restricciones, los flujos de caja son un determinante importante solamente si se ignora la q de Tobin, y a su vez, los flujos de caja pueden tener un rol significativo inclusive en ausencia de fricciones financieras. En resumen, las restricciones financieras no son necesarias ni suficientes para encontrar una sensibilidad de la inversión a los flujos de caja significativa. Estos descubrimientos apoyan el argumento de que el éxito de estas regresiones de inversión y flujos de caja podrían deberse a una combinación de errores de medida.

1.2 Propiedad familiar, estructuras piramidales y sensibilidad de la inversión a los flujos de caja

Pese a que gran parte de la corriente literaria se ha centrado en dilucidar la discusión analizada en el epígrafe anterior, existen algunas investigaciones que han dejado de lado dichas interpretaciones, y se han centrado principalmente en el vínculo existente entre el gobierno corporativo - en términos de estructuras de propiedad y control de las empresas - y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja¹¹, encontrando evidencia relacionada al rol que cumplen las distintas configuraciones de gobierno corporativo sobre las decisiones de inversión de las empresas.

El trabajo de Hoshi *et al.* (1991) es el primero en aproximarse a cómo la pertenencia a una estructura bien denotada - como es el caso de pertenecer a un *Business Group* - podría potencialmente delimitar las decisiones de inversión de las empresas, en especial, al momento de facilitar la disponibilidad de un abanico más amplio de recursos financieros. Ahora bien, al momento de analizar los factores relacionados directamente con la propiedad, Hadlock (1998) fue pionero en estudiar la propiedad en manos de los internos, mostrando que esta puede llegar a servir como un mecanismo de alineamiento de intereses (Jensen y Meckling, 1976; Claessens *et al.*, 2002; La Porta *et al.*, 2002). De facto, sus resultados sugieren que la estructura de propiedad y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja tienen una relación no lineal con forma de “U” invertida, en consistencia con las hipótesis de atrincheramiento y convergencia.

¹¹ Algunos autores que han estudiado de manera general el impacto que tienen las distintas estructuras de propiedad y control sobre las decisiones de inversión de las empresas, han evidenciado que éstas tienen un impacto significativo (Leuz *et al.*, 2009; Chen *et al.*, 2013) (Leuz, Lins y Warnock 2010; Chen, Liu y Wang 2013).

De manera similar, Pawlina y Renneboog (2005) analizan la participación directiva en la propiedad para una muestra de empresas del Reino Unido, encontrando - al igual que Hadlock (1998) - una relación no lineal, solo que esta vez con forma de “S”. Esto implica que a niveles bajos de propiedad directiva, a medida que aumenta la participación, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja se ve reducida hasta llegar a un mínimo, donde a partir de ese punto, a medida que aumenta la propiedad, también aumenta la sensibilidad de la inversión, finalmente llegando a un máximo donde, a partir de ahí existe una convergencia que se ve plasmada en una menor sensibilidad de la inversión.

Otros estudios como el de Goergen y Renneboog (2001) analizan el efecto que tiene la concentración de la propiedad de distintos tipos de accionistas sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, para una muestra de empresas del Reino Unido, encontrando que la concentración de la propiedad generalmente reduce la sensibilidad de la inversión. En esta misma línea, Wei y Zhang (2008) investigan la relación entre concentración de la propiedad y la inversión para una muestra de 8 economías emergentes del Este Asiático, y sus resultados muestran la existencia de una convergencia a medida que la concentración de la propiedad aumenta, puesto que la sensibilidad de la inversión se ve reducida. Estos resultados son consistentes con el argumento de que a mayor separación entre la propiedad y el control, quienes controlan la empresa buscan maximizar su propia función de utilidad, en detrimento de la maximización de valor de la empresa, por lo que potencialmente existiría un comportamiento de sobreinversión que incidiría en una mayor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja¹²(Shleifer y Vishny, 1997; Claessens *et al.*, 2002).

Ahora bien, al momento de hablar de concentración de la propiedad, a diferencia de la empresa de propiedad dispersa que describen Jensen y Meckling (1976), la literatura reciente de gobierno corporativo sugiere que las estructuras de propiedad concentradas son muy comunes alrededor del mundo, y se caracterizan generalmente por poseer accionistas con paquetes importantes que en algunas ocasiones le permiten ejercer el control de las compañías (La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000b; Claessens *et al.*, 2002; Faccio y Lang, 2002). Por ejemplo, La Porta *et al.* (1998) encuentran - para una

¹²Francis *et al.* (2013) encuentra a partir de una muestra de 14 países emergentes (incluido Chile), que un mejor gobierno corporativo se traduce en una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja.

muestra de empresas de 49 países - que por lo general existe una alta concentración de la propiedad, donde en promedio un 50% de la propiedad de las empresas (en Chile 48%) pertenece a los tres mayores accionistas¹³. Posteriormente, La Porta *et al.* (1999) - mediante una muestra de empresas pertenecientes a los 27 países más ricos del mundo - no solamente reafirman lo anterior, sino que además, muestran que estas empresas cuentan con una alta presencia de accionistas familiares (alrededor de un 30%), quienes además, generalmente controlan las empresas en las cuales participan.

A partir del trabajo de La Porta *et al.* (1999), el cual ha sido pionero en evidenciar la importancia de los accionistas familiares alrededor del mundo, ha surgido un importante volumen de literatura que intenta entender la naturaleza familiar, y sus consecuencias en distintas aristas relacionadas con las finanzas corporativas y el gobierno de la empresa. Por ejemplo, Claessens *et al.* (2000b) analizan una muestra de empresas pertenecientes a 9 países del Este Asiático, y evidencian que dos tercios de las empresas son controladas por familias. De manera similar, Faccio y Lang (2002) encuentran que los accionistas familiares controlan un 44,3% de las empresas de 13 países de Europa Occidental, Barontini y Caprio (2006) encuentran que en Europa Continental las familias se encuentran representadas en un 53% de las empresas, y Andrés (2008) evidencia para Alemania que los accionistas familiares controlan un 37,5% de las empresas. Para Estados Unidos, Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2009) observan que más de un tercio de las empresas del S&P500 y del Fortune 500 son de naturaleza familiar.

En términos comparativos, las empresas familiares tienden a distinguirse de otras empresas en cuanto a su estructura de propiedad, desempeño, políticas de inversión y financiamiento, entre otras cosas, lo que las hace un caso interesante de estudio (Claessens *et al.*, 2000b; Anderson y Reeb, 2003, 2004; Andrés, 2008; Villalonga y Amit, 2009; Isakov y Weisskopf, 2014).

La literatura que ha analizado la naturaleza familiar muestra concordancia en cuanto a ciertas características distintivas ligadas al tipo de control que ejercen estos accionistas en las empresas en las cuales participan. Algunos postulados sugieren ciertas ventajas de la

¹³Majluf *et al.* (1998), Lefort y Walker (2000), Bae *et al.* (2002) y Silva y Majluf (2008) describen a la propiedad de las empresas chilenas como altamente concentradas.

propiedad familiar en términos de eficiencia, las que derivan de la menor separación entre la propiedad y el control, ya que generalmente existe un control más férreo de las empresas, un mayor alineamiento de intereses dada la alta concentración de la propiedad, y menores problemas de agencia entre la dirección y los accionistas, donde un argumento que subyace es el hecho que las familias en general poseen una menor diversificación del riesgo como consecuencia de la inversión en el control de sus empresas, por lo que poseen los incentivos necesarios para efectuar actividades de monitoreo y disciplina a quienes administran sus empresas para que así se cumpla con el objetivo de maximización de valor. (Shleifer y Vishny, 1997; Claessens *et al.*, 2002; Anderson y Reeb, 2003). Adicionalmente, este tipo de accionistas potencialmente podrían atenuar algunos problemas de agencia, puesto que es bastante común que miembros de la familia se vean involucrados de manera activa en la gestión y en el directorio de las empresas (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000b; Claessens *et al.*, 2002; Faccio y Lang, 2002; Anderson y Reeb, 2003; Maury, 2006; Villalonga y Amit, 2006). Bajo este prisma, la discusión en términos de gestión de las empresas familiares se centra en la idoneidad de los miembros de las familias para poder ejercer cargos de dirección y bajo qué tipo de sucesión se mantiene el control de las empresas (Anderson y Reeb, 2004; Bennedsen *et al.*, 2007; Villalonga y Amit, 2009; Isakov y Weisskopf, 2014).

A partir del párrafo anterior, podría esperarse que las decisiones de inversión de las familias resulten ser más eficientes en comparación con aquellas de las empresas no familiares, puesto que sumado a las características ya mencionadas, su naturaleza como accionista con presencia de largo plazo le permite enfocarse de mejor manera en realizar inversiones eficientes que creen valor en el largo plazo (Bebchuk, 1999; Morck y Yeung, 2003; Stein, 2003; Blanco Mazagatos *et al.*, 2009). Un trabajo que corrobora esto es el de James (1999), quien a partir de un modelo teórico señala que la presencia y visión de largo plazo que tienen las familias generan los incentivos suficientes para que las decisiones de inversión sean más eficientes. A su vez, Anderson y Reeb (2003) argumentan que la presencia de largo plazo de las familias sería beneficiosa, ya que éstas se tienen que preocupar de tomar decisiones de inversión eficientes, para así mantener una buena reputación frente a los proveedores de capital, disminuyendo la probabilidad de ver incrementados sus costos del financiamiento externo a futuro frente a malas decisiones en el corto plazo.

En línea con lo anterior, diversos trabajos empíricos han demostrado que una mejor toma de decisiones de inversión y alineamiento de intereses por parte de las familias podrían verse plasmados en un mejor desempeño y eficiencia relativa (Anderson y Reeb, 2003; Barontini y Caprio, 2006; Villalonga y Amit, 2006; Bonilla *et al.*, 2010; Isakov y Weisskopf, 2014). Esta evidencia se basa en el hecho de que las familias presentarían menores problemas de agencia entre la administración y los accionistas a partir de su forma de control sobre las empresas, y además, una potencial política de inversiones más eficiente relativo a las empresas no familiares, debido a su visión de largo plazo. A partir de esto, podría esperarse que las familias dispusieran de un mayor abanico de recursos disponibles en el mercado para satisfacer sus necesidades de inversión, y con ello, dependiesen en menor medida de los flujos de caja internos que genera la empresa.

Sin embargo, una alta concentración de la propiedad también podría no resultar ser eficiente, ya que podría detonar en la existencia de problemas de agencia entre accionistas controladores y minoritarios (Guthrie y Sokolowsky, 2010). En este sentido, la posición de un accionista controlador es particularmente importante en empresas de naturaleza familiar, cuya concentración de la propiedad y posibilidad de establecer acuerdos con otros *blockholders* podría entregarles incentivos para actuar de manera oportunista. Esta dinámica ha llevado a la literatura a introducirse en un problema de agencia específico de las empresas familiares (Barontini y Caprio, 2006; Ben-Amar y André, 2006; Villalonga y Amit, 2009; Benavides Velasco *et al.*, 2011). De hecho, en su comparación de costos de agencia entre empresas familiares y no familiares, Chrisman *et al.* (2004) muestran cómo las familias pueden ser particularmente vulnerables a problemas de agencia que vienen explicados principalmente por el alto nivel de autonomía en la toma de decisiones, corroborando lo mencionado anteriormente.

Estos problemas de agencia podrían ser mayores aun cuando existen incentivos a expropiar. En este contexto, una de las formas más comunes de expropiación de recursos, en especial en economías emergentes, es mediante el *Tunneling*, el cual ocurre cuando los controladores efectúan actividades y transacciones con la finalidad de promover la transferencia de recursos corporativos desde la empresa hacia el accionista controlador (Johnson *et al.*, 2000). Atanasov *et al.* (2011) plantean que pueden existir distintas maneras

de *Tunneling*, las cuales van desde compensaciones excesivas a los ejecutivos y expropiación directa a empleados o accionistas, hasta políticas de inversión sub-óptimas como subinversión, sobreinversión o compra y venta de activos entre partes relacionadas. Otra manera de llevar a cabo *Tunneling* - tan candente en los últimos años a la luz del caso “Cascadas” - guarda relación con las estrategias que llevan a cabo los controladores con la finalidad de consolidar el control, incrementando su propiedad en la compañía en detrimento de los accionistas minoritarios. En este ámbito, la evidencia ha mostrado que esta estrategia puede decantar en actividades como un pago excesivo de dividendos (DeAngelo *et al.*, 2000), en la designación de miembros de la familia en posiciones administrativas (La Porta *et al.*, 1999), o en el manejo del *timing* en la emisión de acciones en el mercado, vendiendo acciones con sobreprecio (Larrain y Urzúa, 2013).

Esta evidencia hace pensar que las decisiones de inversión en empresas familiares podrían no ser tan eficientes como se esperaba en un comienzo, debido a los potenciales incentivos a actuar de manera oportunista, e incluso a expropiar. En este sentido, algunos comportamientos oportunistas podrían verse plasmados en reducciones significativas en la liquidez de la empresa, limitando las inversiones rentables (sub-invirtiéndose) o, de igual manera, el controlador podría utilizar los fondos internos con la finalidad de sobre-invertirlos. En línea con esto, Faccio *et al.* (2001) encuentran evidencia de políticas sub-óptimas de inversión en empresas del Este Asiático, a partir de que enfrentan mayores problemas de expropiación.

Si consideramos que los problemas de agencia entre controladores y minoritarios podrían verse exacerbados ante la existencia de estructuras de propiedad más complejas, en donde existe una denotada separación entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja (rompiendo la regla *un voto una acción*), la problemática de políticas de inversión sub-óptimas podría verse intensificada. Cabe señalar que las vías más comunes para separar los derechos de voto y los derechos de flujo de caja son la formación de pirámides de control, y la emisión de acciones con derecho de voto preferente (acción de clase dual).

Las pirámides de control son estructuras accionarias (o societarias) que le permiten a un último accionista mantener o extender el control sobre múltiples empresas que se encuentran dentro de una cadena jerárquica de participaciones en la propiedad, sin tener que

participar en la propiedad directamente de algunas empresas que pertenecen a la cadena (Almeida y Wolfenzon, 2006). En otras palabras, una pirámide de control es una cadena descendente, donde un accionista es controlador de una empresa A, la cual a su vez es controladora de una empresa B, la cual es controladora de una empresa C, y así sucesivamente (Faccio y Lang, 2002). De acuerdo con Villalonga y Amit (2009), esta divergencia de derechos surge a partir de la diferencia entre los porcentajes de los votos que poseen, y los votos que se controlan¹⁴.

En general, la evidencia muestra una amplia presencia de estructuras piramidales en el mundo. Por ejemplo, La Porta *et al.* (1999) muestran que aproximadamente el 26% del total de empresas de 27 países presenta configuraciones de propiedad piramidal, mientras Claessens *et al.* (2000b) encuentran que el 38,7% de las empresas pertenecientes a 9 países del este asiático utilizan pirámides. Resultados similares se encuentran en otros estudios como el de Almeida *et al.* (2011). Asimismo, Faccio y Lang (2002) observan que el 19.13% de las empresas en 13 países de Europa Occidental hacen uso de estructuras piramidales. Barca y Becht (2001) y Edwards y Weichenrieder (2009) encuentran resultados similares para Alemania. Para el caso Chileno, Lefort y Walker (2000) y Lefort y González (2008) muestran que el mecanismo más utilizado por los accionistas, principalmente familiares, son las estructuras piramidales. Posteriormente, Larraín y Urzúa (2013) encuentran que cerca del 33% de las empresas en Chile son controladas a través de una estructura de propiedad piramidal¹⁵.

El Enfoque de Expropiación

Como ya se ha mencionado, algunas investigaciones sugieren que el uso de este tipo de configuraciones de propiedad refleja los incentivos potenciales para apropiarse de los denominados beneficios privados que otorga el control, los cuales se ven exacerbados ante una menor protección al inversor externo (Bebchuk *et al.*, 2000; Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004). En concreto, diversos estudios han encontrado que las pirámides pueden

¹⁴ Claessens *et al.* (2002) define a las acciones de clase dual como acciones con diferentes derechos de voto, y señalan que la forma en que se mantiene y extiende el control mediante este mecanismo es a través del hecho de poseer acciones con derechos de voto superiores (que violan el principio "una acción, un voto"), los cuales crean una divergencia entre el porcentaje de votos y acciones que se poseen.

¹⁵ Buchuk *et al.* (2014) indican que las 19 pirámides de su muestra representan el 60% de la capitalización del mercado accionario chileno

promover la transferencia de recursos (activos o flujos de caja) hacia otras empresas controladas por el accionista controlador o familia, en desmedro de la maximización de valor para la empresa (Atanasov *et al.*, 2011; Liu, 2011; Liu y Tian, 2012). Algunas vías de expropiación son, por ejemplo, las transacciones entre empresas relacionadas a la familia (dentro o fuera de la pirámide) a precios distintos a los de mercado (Faccio *et al.*, 2001), la sobre-valoración de activos intangibles (Morck *et al.*, 2005), e incluso el sobre-endeudamiento con la finalidad de extraer recursos mediante deuda relacionada entre empresas que forman el grupo, o a través del pago de dividendos (Liu y Tian, 2012). En general, este comportamiento es unidireccional, donde los recursos fluyen desde aquellas empresas que se encuentran altamente separadas a aquellas que se encuentran más cercanas al accionista controlador (Bae y Jeong, 2007), de manera de incrementar la liquidez de las empresas más cercanas al controlador a través de los flujos de caja transferidos (Bertrand, 2003; Faccio y Stolin, 2006). En este sentido, Bae *et al.* (2002) y Bertrand *et al.* (2002) encuentran evidencia empírica de expropiación a minoritarios en empresas Coreanas e Indias, respectivamente.

En resumen, si analizamos desde una perspectiva de "expropiación", es posible esperar, por una parte, que la separación entre los derechos de voto y de flujo de caja genere incentivos para sub-invertir, ya que los flujos de caja generados potencialmente podrían servir para satisfacer actividades de expropiación, mientras que por otro lado, dicha separación también podría generar incentivos a sobre-invertir, ya que el costo de sobre-invertir sería compartido con los demás accionistas del grupo, sobre todo cuando existen altos flujos de caja libres. En cualquier caso, el efecto que tenga cualquiera de estas situaciones impactará positivamente sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja que tenga la empresa (exacerbándola). Ahora bien, si además las empresas que pertenecen a una pirámide se sobre-endeudan, generándose un problema entre accionistas y acreedores (sobre todo si dichos recursos son utilizados para actividades de *Tunneling*), existirán problemas de sub-inversión, y potencialmente el efecto sobre la sensibilidad de los flujos de caja a las inversiones sea más acentuado.

El Enfoque Eficiente de las Pirámides

Aunque el enfoque de expropiación se encuentra latente, algunas investigaciones sugieren que las estructuras piramidales, y en particular los conglomerados de negocio (o *Business Groups*)¹⁶, podrían no representar meramente un mecanismo de expropiación, sino que también conllevar algunos beneficios, especialmente en países emergentes y/o de baja protección al inversionista externo (Almeida y Wolfenzon, 2006; Edwards y Weichenrieder, 2009; Villalonga y Amit, 2009). En efecto, Almeida y Wolfenzon (2006) desarrollan un modelo donde cuestionan los argumentos de expropiación, y argumentan que las pirámides (y grupos de negocios) podrían constituirse como un mecanismo eficiente, cuyo objetivo sería el de sustituir ciertas falencias que presentan los mercados financieros poco desarrollados¹⁷. En particular, señalan que las empresas que pertenecen a grupos piramidales potencialmente pueden reducir su grado de restricciones al financiamiento externo gracias a la formación de mercados de capitales internos, lo que les permite obtener recursos financieros a un menor costo, mitigando así las imperfecciones existentes en los mercados de capitales externos, y la a veces inexistente presencia de intermediarios financieros. Este argumento ha sido demostrado por Khanna y Palepu (2000b), quienes encuentran que los beneficios de los grupos piramidales en mercados emergentes guardan relación con la formación de mercados de capitales internos, permitiendo a dichas empresas acceder a un financiamiento intra-grupo cuando el financiamiento externo es muy costoso y, además de la diversificación de riesgos individuales¹⁸. En la misma línea de argumentos, Holmén y Knopf (2004) evidencian para una muestra de empresas Suecas que la existencia de mercados de capitales internos resulta beneficioso, ya que reduce el grado de restricciones al financiamiento externo, al permitir acceder a un financiamiento interno más barato. Por su parte, Edwards y Weichenrieder (2009) muestran resultados similares y concordantes para una muestra de empresas Alemanas, y argumentan además que los mercados de capitales internos surgen como respuesta a mercados imperfectos.

¹⁶ Como señalan Claessens *et al.* (2002) y Almeida y Wolfenzon (2006) los "Grupos Piramidales", ó "[...] múltiples empresas controladas a través de una estructura de propiedad piramidal, bajo un propietario común", son uno de los tipos de "*Business Groups*" existentes.

¹⁷ Almeida *et al.* (2011) testean de manera empírica algunas de las predicciones propuestas por Almeida y Wolfenzon (2006) para una muestra de empresas coreanas, encontrando resultados que van en la línea con lo predicho.

¹⁸ Existe además una extensa corriente literaria relacionada a los costos y beneficios de los mercados de capitales internos (Gertner *et al.*, 1994; Scharfstein y Stein, 2000; Stein, 2003; Ozbas y Scharfstein, 2010).

Para el caso Chileno, Medina y Valdés (1998) y Khanna y Palepu (2000a) encuentran evidencia que soporta el enfoque eficiente de los grupos económicos y estructuras piramidales¹⁹, y adicionalmente, Claessens *et al.* (2000a) demuestran que la afiliación a grupos económicos en Chile reduce el riesgo individual de las empresas que los componen en aproximadamente un 7%, lo que indica que las empresas dentro del grupo tienden a operar de manera relacionada y/o coordinada, existiendo así ciertos beneficios potenciales a partir del uso de los mercados de capitales internos²⁰.

Por otro lado, algunos trabajos sugieren que si bien la formación de estructuras piramidales en Chile es bastante común²¹, los incentivos a expropiar mediante este tipo de estructuras son bajos en comparación con los de otras economías emergentes. En efecto, una posible explicación se desprende de Lefort y Walker (2000), quienes sugieren que las estructuras piramidales en Chile son relativamente simples respecto a las existentes en otros países emergentes, cuestión que permite suponer un mayor grado de transparencia, y con ello, potencialmente, menores incentivos a expropiar. Un argumento que apoya esto es el de Almeida y Wolfenzon (2006), quienes señalan que los controladores de estas estructuras en promedio poseen una mayor participación en la propiedad que la requerida para controlar, cuestión que en general también ocurre en Chile²².

Un segundo razonamiento es el de Lefort y González (2008), quienes sugieren que son ciertas características de gobierno corporativo chileno las que permiten reducir los riesgos de expropiación de este tipo de estructuras en comparación a otras economías emergentes. Por un lado, el adecuado monitoreo por parte de los inversionistas institucionales (en especial de los fondos de pensión, los cuales han ido adquiriendo una mayor relevancia como minoritarios), aliviando así los potenciales problemas de agencia que existen en un

¹⁹Majluf *et al.* (1998) mencionan la posibilidad que dentro de los grupos económicos chilenos se tomen decisiones que busquen el interés común del grupo. Por otro lado, Medina y Valdés (1998) evidencian que la afiliación a grupos económicos en Chile reduce la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, cuestión que atribuyen a la existencia de menores restricciones al financiamiento externo cuando se pertenece a estos grupos (beneficios de los mercados internos).

²⁰Majluf *et al.* (2006) señalan que el efecto de la afiliación a los grupos en Chile debe ser acompañado de elementos relacionados al gobierno corporativo, y no solo al mero hecho de afiliarse.

²¹ Ver Lefort (2003) para una descripción detallada de la estructura de gobierno corporativo en Chile, y Lefort (2005) para una revisión bibliográfica latinoamericana.

²² Lefort (2003) muestra que las características de concentración de la propiedad y de las pirámides de control son bastante similares a la descripción indicada por Almeida y Wolfenzon (2006), más allá de si existe separación entre los derechos de voto y derechos de flujo de caja (sumado a la escasez de acciones de clase dual mencionada anteriormente, donde menos del 7% de las empresas analizadas utilizan este mecanismo).

ambiente caracterizado por una alta concentración de la propiedad, y por el otro, el mejor marco regulatorio existente para los bancos e instituciones financieras, sumado al hecho de que cerca del 8% de las empresas chilenas transen ADRs (Martinez *et al.* 2007).

Por último, siguiendo la misma línea, Buchuk *et al.* (2014) analizan la eficiencia de los mercados de capitales internos a través de los préstamos que ocurren dentro de las estructuras piramidales en Chile y evidencian que, si bien los costos de expropiación pueden ser relevantes en el margen, no hay clara evidencia de que los minoritarios se vean perjudicados. Por el contrario, destacan los grandes beneficios asociados a los mercados de capitales internos, los cuales están relacionados al financiamiento, donde los préstamos intergrupos al permitir un mayor acceso al financiamiento - el cual a su vez es más barato- reducen las restricciones al financiamiento externo. Esto es claramente coherente con la idea de que las pirámides reducen las restricciones al financiamiento externo que surgen a partir de las imperfecciones en los mercados de capitales.

En resumen, desde una perspectiva de "enfoque eficiente de pirámides" es posible esperar que la separación entre los derechos de voto y de flujo de caja genere incentivos a invertir eficientemente, ya que los beneficios que surgen a partir de la formación de mercados de capitales internos potencialmente podrían compensar los problemas sugeridos a partir del enfoque de "expropiación". De este modo, el efecto de la formación de pirámides de control sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será negativo (atenuándola). Esta intuición la corroboran Villalonga y Amit (2009) al analizar el impacto que tiene la propiedad familiar bajo distintos mecanismos para separar los derechos de voto de los derechos de flujo de caja sobre el valor, considerando una muestra de empresas estadounidenses del Fortune 500. En efecto, sus resultados muestran un impacto positivo de las pirámides de control sobre el valor, lo que según los autores sugiere que las familias, gracias a su posición - la cual les permite planificar y llevar a cabo las decisiones de inversión dentro del grupo de manera centralizada y coordinada - asignan de mejor manera los recursos y, por ende, bajo este tipo de mecanismo toman mejores decisiones de inversión.

Formulación de Hipótesis

La presente investigación tiene como objetivo investigar la relación entre la propiedad y control familiar y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. La evidencia para otras economías respecto a este tema ha sido escasa, y con resultados mixtos. Por un lado, Pindado *et al.* (2011) analizan 9 países europeos y encuentran que las familias presentan una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja en comparación con las empresas no familiares, lo que según los autores implica que sus decisiones de inversión son más eficientes. No obstante, dicha sensibilidad se torna positiva cuando existe separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja, lo que avala el *enfoque de expropiación* de este tipo de estructuras.

Por otro lado, Kuo y Hung (2012) entregan evidencia parcialmente opuesta para una muestra de empresas taiwanesas. Específicamente, estos autores encuentran que la naturaleza familiar se encuentra asociada a una mayor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja en comparación con las empresas no familiares, en especial para empresas con bajas oportunidades de inversión. Al igual que Pindado *et al.* (2011), encuentran que las empresas familiares que presentan mayores niveles de separación entre los derechos de caja de los derechos de voto presentan mayores niveles de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, lo que potencialmente se encuentra en consonancia con el "enfoque de expropiación".

De esta forma, potencialmente se podría inferir una convergencia derivada de la naturaleza familiar, cuestión que implicaría una menor dependencia de las empresas a invertir con los flujos de caja internos. No obstante, si consideramos las características de las empresas familiares chilenas, puede ocurrir que dichos controladores incidan positivamente sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja por dos razones fundamentalmente; primero, si los accionistas familiares fuesen más conservadores en términos de políticas de financiación, claramente dependerán más de sus flujos de caja internos para satisfacer sus necesidades de inversión, a pesar de que potencialmente pueden invertir en un conjunto eficiente de proyectos de inversión. Segundo, empresas familiares que no pertenecen a grupos de negocios contarán con menos alternativas de financiamiento en comparación con otras que sí cuenten con ellos. Si esto es verdad, su efecto sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja será positivo, pese a que la literatura ha mostrado que las empresas

familiares chilenas en promedio muestran un desempeño superior dado que presentan mayores niveles de oportunidades de crecimiento (Martinez *et al.*, 2007; Bonilla *et al.*, 2010).

Por otro lado, si consideramos la existencia de empresas familiares que exhiben una separación entre derechos de flujo de caja y derechos de voto, y si se cumple el "enfoque eficiente", es posible esperar que aquellas empresas familiares que presentan mayores niveles de separación se vean beneficiadas con la existencia de mercados de capitales internos (reflejado en una menor sensibilidad de la inversión a los flujos de caja), en consonancia con otros estudios que han demostrado que los mercados de capitales internos son una vía eficiente de asignación de recursos (Buchuk *et al.*, 2014).

De acuerdo a lo anterior, podemos sugerir las siguientes hipótesis de investigación:

H1: *La naturaleza familiar afecta positivamente a la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja.*

H2: *Si se cumple el enfoque eficiente de las pirámides, existirá una relación negativa entre la separación entre los derechos de voto y derechos de flujo de caja, y la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja en aquellas empresas donde el último accionista sea de naturaleza familiar.*

2. Muestra, Variables y Metodología

2.1 Muestra y Variables utilizadas

La muestra empleada en el análisis se encuentra compuesta por un panel no-balanceado de 113 empresas no financieras chilenas (385 observaciones) cotizadas en la Bolsa de Comercio de Santiago para el periodo 2008-2011, donde 30 de dichas empresas corresponden a sociedades que participan de manera activa en el principal índice bursátil del mercado (IPSA). Cabe señalar que la información inicial se encontraba compuesta por 650 observaciones correspondientes a 130 empresas cotizadas en el periodo 2007-2011, no obstante se han excluido empresas cuyos estados financieros consolidan filiales cotizadas, empresas sin fines de lucro y el 2% de cada una de las colas con la finalidad de eliminar valores extremos. Además, se ha perdido el año 2007 puesto que para el cálculo de las variables se utilizan valores rezagados.

La información para el análisis empírico se obtuvo a través de distintas fuentes de información. En primer lugar, se ha empleado *Thomson One* con la finalidad de obtener información financiera confiable y alguna información de la propiedad de las empresas. Ahora bien, para identificar al último accionista y estimar la separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja se ha recurrido a un proceso de recolección manual de datos, que incluye información descargada de la *Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)*, memorias anuales, noticias de prensa, información corporativa de las correspondientes páginas web, así como también búsqueda de escrituras de constituciones de sociedades que participan en las empresas pero que no son reguladas por entidades como la SVS.

Definición de empresa Familiar

Para definir las empresas familiares se ha empleado información de la SVS respecto a los “*Grupos Económicos*” existentes en Chile durante los años analizados, además de diversas publicaciones e información corporativa divulgada anualmente, tales como reportes financieros, informes de clasificadoras de riesgo y algunas noticias obtenidas de prensa.

En concordancia con estudios de empresas familiares chilenas (Martinez *et al.*, 2007; Bonilla *et al.*, 2010) y con la literatura internacional (Barontini y Caprio, 2006; Ruiz-

Mallorquí y Santana-Martín, 2009; Villalonga y Amit, 2009), hemos clasificado a una empresa como familiar de acuerdo a tres criterios. En primer lugar, se ha inspeccionado la definición de "*Grupos Económicos*"²³ de la SVS y se ha definido como empresa familiar a aquellas que pertenecen a un grupo de negocios asociado a una familia. En segundo lugar, hemos considerado como empresa familiar aquellas empresas que presentan estructuras piramidales de control, en donde el último accionista es un inversor individual o un grupo familiar. En tercer lugar, hemos considerado empresa familiar cuando los cargos de presidente del directorio de la compañía o los cargos de alta dirección se encuentran ocupados por un miembro de una familia. Hemos definido como empresa no familiar a aquellas que no cumplen con dicha condición.

Cabe señalar que el hecho de que el presente estudio utilice una muestra que abarca 4 años no es un problema, puesto que como señalan Faccio y Lang (2002), las estructuras de propiedad tienden a ser relativamente estables en el tiempo, cuestión que se observa en la presente muestra²⁴. En la tabla 1 se muestra la composición de la muestra, en relación al número de empresas familiares versus las no familiares.

Tabla 1: Número de Empresas Familiares y No familiares

Año	Familiares	No Familiares	Total
2008	60	31	91
2009	66	34	100
2010	68	35	103
2011	56	35	91
Total	250	135	385

²³ Según la SVS, los "*Grupos Económicos*" corresponden a un conjunto de entidades que tienen vínculos en su propiedad, administración, o responsabilidad crediticia que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes es guiada por intereses comunes.

²⁴ Estudios como el de Pindado *et al.* (2011) utiliza tan solo un año de información respecto a la estructura de propiedad de las empresas.

Definición del Último accionista

Como se ha mencionado, las estructuras piramidales junto con las acciones duales, son la forma más común de separar los derechos de voto de los derechos de flujo de caja en el caso chileno, puesto que los *Cross-Holdings* se encuentran prohibidos por ley.

A partir de la literatura que ha estipulado la existencia de un último accionista (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000b; Claessens *et al.*, 2002; Faccio y Lang, 2002), se han seguido una serie de pasos para identificar el ultimo accionista de la cadena de control y, específicamente, la concentración de la propiedad, la participación en los derechos de voto, derechos sobre los flujos de caja de la empresa, y el grado de separación entre ambas.

La metodología comienza por la identificación de la cadena de control de la empresa hasta llegar al último propietario. Esto es, identificar al principal accionista o empresa controladora (o ambas si hay participación directa e indirecta) de la empresa más alejada de la cadena de propiedad, para luego analizar el principal accionista o empresa de la empresa que se encuentra un eslabón más arriba de la cadena de propiedad, y así sucesivamente hasta llegar al último accionista quien controla toda la cadena de propiedad²⁵.

Una vez identificada la identidad del último accionista, se procede a calcular los derechos de voto y derechos de flujo de caja. Para el cálculo de los derechos de voto se considera que cuando existen múltiples accionistas en la cadena de control que poseen más del 10% de la propiedad, los derechos de voto del último accionista se obtienen como el porcentaje de la propiedad que el ultimo accionista logra de manera directa e indirecta, y en aquellos casos donde existen participaciones indirectas se considera el “vinculo más débil” de la cadena o la menos participación dentro de la cadena.

A continuación se procede a generalizar el cálculo de los derechos de voto (DV), los derechos de flujo de caja (DFC), y la separación (DVDFC) del último accionista. Primero, los derechos de voto (DV) del último accionista de la cadena, se obtienen como:

$$DV = \text{Min}_{\{1, \dots, n\}} \{ \alpha_i \} \quad (1)$$

²⁵ Cabe señalar que esta metodología típicamente asume que el accionista al tener al menos un 20% de los votos totales (directa e indirectamente) se le considera controlador de una compañía.

Donde α_i corresponde a los derechos de voto de cada empresa i , a lo largo de una cadena de control que va desde 1 hasta n empresas, hasta llegar al último propietario. Por otro lado, los derechos de flujos de caja (DFC) del último accionista de la cadena, se obtienen calculando lo siguiente:

$$DFC = \prod_{i=1}^n DV \quad (2)$$

Es decir, estos derechos corresponden a la multiplicación de todos los derechos de voto desde la empresa $i=1$ hasta n empresas que conforman la cadena de control hasta llegar al último propietario. Como se mencionó, por lo general las estructuras piramidales implican una separación (DVDFC) entre los derechos de voto (control) y los derechos de flujo de caja (propiedad) del último propietario. Esta medida se obtiene como:

$$DVDFC = DV - DFC \quad (3)$$

Para las empresas que no presentan separación, ésta medida será igual a 0, y para las empresas con derechos de voto superiores a los de flujo de caja será mayor que 0.

Variables

Ya que el presente trabajo intenta dilucidar el impacto que tiene la naturaleza familiar y la separación de los derechos sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, en línea con la literatura previa, la variable dependiente es la *inversión*, definida como los gastos de capital (CAPEX) realizados por las empresas, escalados por el total de activos a inicio de periodo (Kaplan y Zingales, 1997; Francis *et al.*, 2013).

En relación a las variables independientes, se ha definido como principal variable a los *flujos de caja*. Esta variable representa la capacidad de la empresa de generar recursos internos (CF), y se estima como la suma de la utilidad neta, depreciación y amortización en t , escalado por el total de activos a inicios de periodo (McLean *et al.*, 2012). Adicionalmente, como medida de robustez de los resultados, se han utilizado los *flujos de caja de las operaciones* (CFO).

Algunos estudios sugieren que las *oportunidades de crecimiento* cumplen un efecto moderador al momento de determinar la inversión (McLean *et al.*, 2012), es por esto que se ha incluido la Q de Tobin (q), la cual se define como el valor de mercado del patrimonio menos el valor libro del patrimonio, más el valor libro de los activos totales, escalado por el valor libro de los activos a comienzos de periodo (Francis *et al.*, 2013).

Respecto a la estructura de propiedad - el foco central del presente trabajo - hemos incluido los *derechos de voto del último accionista* (DV) y los *derechos de flujo de caja* (DFC), los cuales se encuentran estimados de acuerdo a la metodología descrita anteriormente. Además, para medir el efecto que tiene la *separación de los derechos de voto y los derechos de flujo de caja* sobre las políticas de inversión, hemos definido DVDFC, la cual es una medida que representa la diferencia entre los derechos de voto del último accionista y sus derechos sobre los flujos de caja. Ahora bien, puesto que las hipótesis planteadas relacionan a la empresa familiar con la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, es que hemos definido FAM, la cual es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa se encuentra definida como *empresa familiar*, y 0 en otro caso. De este modo, para recoger el efecto conjunto de la propiedad familiar y la separación entre los derechos de voto y derechos de flujo de caja hemos definido una serie de variables; En primer lugar, hemos definido FAMSEP, la cual es una variable dummy que toma el valor 1 cuando el último propietario de la cadena es de naturaleza familiar y presenta separación entre sus derechos de voto y sus derechos de flujo de caja. En segundo lugar, hemos definido FAMSEP1, que corresponde a una variable dummy que toma el valor 1 cuando el último accionista es de naturaleza familiar y su grado de separación de derechos se encuentra en el rango de la media hacia abajo. De manera similar, FAMSEP2 es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando el último accionista es de naturaleza familiar y además su grado de separación de derechos se encuentra en un rango de la media hacia arriba. Finalmente, hemos definido FAMNOSEP como una variable dummy que toma el valor 1 cuando el accionista es de naturaleza familiar y no presenta separación de derechos.

Por último, para evitar sesgos en algunos estimadores, hemos introducido una serie de variables de control, las cuales se encuentran en consonancia con la literatura previa. En primer lugar, hemos incorporado la *edad* de la empresa ($lnage$), medida como el logaritmo

natural de la edad en años desde la fundación. La inclusión de esta variable se encuentra fundamentada en el hecho de que estudios previos han evidenciado que empresas de mayor edad en general enfrentan menores asimetrías de información y, por tanto, menores niveles de restricciones al financiamiento (Devereux y Schiantarelli, 1990; Hovakimian y Titman, 2006). En segundo lugar, hemos introducido el *nivel de ventas (sales)*, el cual se encuentra definido como las ventas totales, ajustadas por el total de activos a inicio de periodo, fundamentado principalmente en la existencia de una relación entre las ventas e inversión (Fazzari *et al.*, 1988a; Pindado *et al.*, 2011). En tercer lugar, hemos incluido una medida de riesgo como es el *apalancamiento financiero*, el cual se define como la división entre deuda total y el total de activos a inicios del periodo (*dtab*). Se espera que el apalancamiento tenga un efecto negativo sobre la inversión, puesto que empresas más apalancadas generalmente tienen costos financieros mayores, y por ende, un menor acceso al financiamiento (Hovakimian, 2009), y también ocurre por una mayor presión a los administradores para invertir de manera eficiente (Pindado *et al.*, 2011). En cuarto lugar se ha incorporado el *tamaño de la empresa (size)*, definido como el logaritmo natural del total de activos a inicios del periodo, puesto que generalmente un mayor tamaño se encuentra asociado a menores niveles de información asimétrica (Fazzari *et al.*, 1988a; Lefort y Walker, 2000; George *et al.*, 2011). En quinto lugar hemos incluido la variable de *dificultades financieras (cfneg)*, definida como una variable dicotómica igual a 1 cuando la empresa presenta flujos de caja negativos, y 0 en caso contrario. Esto es relevante porque es poco probable que la inversión de aquellas empresas que presentan flujos de caja negativos responda a una variación en los flujos de caja internos (Brown y Petersen, 2009). En sexto lugar, hemos controlado por los *derechos de flujo de caja (DFC)*, puesto que esto delimitaría el poder e influencia que tienen las familias sobre las decisiones de inversión de sus empresas (Claessens *et al.*, 2002). Además se intenta controlar por un efecto de magnitud de la dualidad DVDFC y DFC, puesto que, por ejemplo, no es lo mismo comparar una empresa que tenga un 5% de separación y 10% de derechos de flujo de caja, con otra empresa que tenga el 5% de separación pero un 46% de derechos por sobre los flujos de caja. Finalmente, se introdujo un conjunto de variables dummy con la finalidad de controlar por efectos sectoriales ó industriales (DSEC), y temporales (YEAR).

2.2 Metodología

Para estudiar la relación entre inversión y flujos de caja se considera el modelo base propuesto por Fazzari *et al.* (1988a), el cual regresiona la inversión con los flujos de caja, tomando en consideración una serie de variables de control. Ahora bien, para analizar el impacto de la naturaleza familiar sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, se extiende dicho modelo, incluyendo una interacción entre la naturaleza familiar y los flujos de caja (CF*FAM), al igual como lo han propuesto Pindado *et al.* (2011) y Kuo y Hung (2012). El modelo que intenta capturar el efecto de la naturaleza familiar, y su relación con la sensibilidad de la inversión se muestra a continuación:

$$Inversion_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 FAM_{i,t} \cdot CF_{i,t} + \beta_3 q_{i,t-1} + \beta_4 \cdot FAM_{i,t} + \\ CONTROL\ VARIABLES_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

En particular, el coeficiente de interés de la ecuación (4) es β_2 , el cual refleja la influencia de la propiedad familiar sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. En base a la literatura previa, no existe una predicción certera sobre el signo que debería adoptar este coeficiente. Por un lado, Pindado *et al.* (2011) encuentran un coeficiente negativo, mientras que por el otro, Kuo y Hung (2012) encuentra un signo positivo, indicando que las familias alivian y acentúan la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, respectivamente. Cabe señalar que "sensibilidad" siempre va a existir, por lo que lo interesante es analizar si la naturaleza familiar sirve para atenuar o exacerbar dicha dependencia. De este modo, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja total de las empresas familiares será igual a la suma de β_1 y β_2 .

Una vez medido el efecto que tiene la dicotomía familiar, resulta especialmente interesante analizar el efecto que tiene la separación de los derechos de voto y derechos de flujo de caja sobre dicha sensibilidad (en términos de atenuarla o acentuarla). En este sentido, para diferenciar el efecto que tienen las familias que separan la dualidad de derechos de voto - flujos de caja en relación a las que no, en la ecuación (5) se ha introducido dos variables interactuadas, las cuales se expresan a continuación:

$$Inversion_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot CF_{i,t} + \beta_2 \cdot FAMSEP_{i,t} \cdot CF_{i,t} + \beta_3 \cdot FAMNOSEP_{i,t} \cdot CF_{i,t} + \beta_4 \cdot q_{i,t-1} + \beta_5 \cdot \\ FAMSEP_{i,t} + \beta_6 \cdot FAMNOSEP_{i,t} + CONTROL\ VARIABLES_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

Los coeficientes de interés de la ecuación (5) son β_2 y β_3 , los cuales muestran el efecto que genera sobre la relación entre la inversión y los flujos de caja el hecho de extender el control ó no por parte de las familias - medido a través de la separación de sus derechos - gracias a la formación de estructuras de propiedad piramidales. Específicamente, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja de las empresas familiares con separación entre los derechos de voto y derechos de flujo de caja es igual a $(\beta_1 + \beta_2)$, mientras que la sensibilidad de las empresas familiares sin separación entre los derechos $(\beta_1 + \beta_3)$.

Por último, para entender de mejor manera el efecto anterior, y dado que los accionistas familiares presentan diversos niveles de separación (los cuales van desde la no existencia de separación, hasta altos niveles de separación), se busca analizar a qué niveles de separación de los derechos la sensibilidad se ve incrementada o atenuada. En particular, los niveles de separación de las empresas familiares que sí presentan separación van desde 0,1% hasta 77,9%. De esta forma, las ecuaciones (6) y (7) muestran los modelos propuestos que intentan recoger dicho efecto. Específicamente, en la ecuación (6) se introduce una serie de variables dicotómicas interactuadas por tramos de separación, y en la ecuación (7) se introduce la variable DVDFC, la cual mide directamente el grado de separación entre los derechos de voto y derechos de flujo de caja.

$$\begin{aligned}
 Inversion_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot CF_{i,t} + \beta_2 \cdot FAMSEP1_{i,t} \cdot CF_{i,t} + \beta_3 \cdot FAMSEP2_{i,t} \cdot CF_{i,t} + \beta_4 \cdot FAMNOSEP_{i,t} \cdot \\
 & CF_{i,t} + \beta_5 \cdot q_{i,t-1} + \beta_6 \cdot FAMSEP1_{i,t} + \beta_7 \cdot FAMSEP2_{i,t} + \beta_8 \cdot FAMNOSEP_{i,t} + \\
 & CONTROL\ VARIABLES_{i,t} + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{6}$$

$$\begin{aligned}
 Inversion_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot CF_{i,t} + \beta_2 \cdot CF_{i,t} \cdot DVDFC_{i,t} + \beta_3 \cdot CF_{i,t} \cdot DVDFC_{i,t} \cdot FAM_{i,t} + \beta_4 \cdot CF_{i,t} \cdot FAM_{i,t} + \\
 & \beta_5 \cdot DVDFC_{i,t} \cdot FAM_{i,t} + \beta_6 \cdot FAM_{i,t} + \beta_7 \cdot DVDFC_{i,t} + \beta_8 \cdot q_{i,t-1} + \\
 & CONTROL\ VARIABLES_{i,t} + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{7}$$

Para la ecuación (6), los coeficientes de interés son β_2 y β_3 , los cuales muestran los efectos diferenciales que generan sobre la relación entre la inversión y los flujos de caja el hecho de presentar una baja y alta separación de los derechos por parte de las familias. Específicamente, la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja de las empresas familiares con una baja separación es igual a $(\beta_1 + \beta_2)$, mientras que la sensibilidad de las empresas familiares con una alta separación entre los derechos es igual a $(\beta_1 + \beta_3)$. De esta forma, si

asumimos que se cumple el *enfoque eficiente*, es de esperar que los mercados de capitales internos reduzcan la sensibilidad de la inversión a la generación de recursos internos, lo que implicaría que $(\beta_1 + \beta_2) > (\beta_1 + \beta_3)$, y lo contrario si asumimos que se cumple el *enfoque de expropiación*. Por último, para la ecuación (7), DVDFC se interactúa con CF, por lo que es de esperar que el coeficiente interactuado sea negativo si consideramos que se cumple el *enfoque eficiente*.

3. Resultados

3.1 Análisis Descriptivo

Tabla 2: Estadísticos Descriptivos

Variable	Observaciones (n)	Media	Desv. estándar	Mínimo	Máximo
$Inversión_{it}$	385	5.62%	0.0469	0.00%	22.50%
CF_{it}	385	9.74%	0.0797	-11.90%	33.70%
q_{it}	385	1.25	0.6926	0.27	4.85
$lnage_{it}$	385	3.62	0.6856	1.61	4.956
$sales_{it}$	385	77.06%	0.6385	0.1%	506.5%
$dtab_{it}$	385	41.22%	0.1810	1.30%	90.6%
$size_{it}$	385	12.39	1.8231	8.08	16.84
DFC_{it}	385	39.46%	0.2462	3.40%	99.80%
$DVDFC_{it}$	385	11.57%	0.1763	0.00%	77.90%

En la Tabla 2 se muestra la estadística descriptiva para las variables utilizadas en el estudio. Como es posible apreciar, en promedio la inversión asciende a un 5,62% del total de activos, mientras que en promedio los flujos de caja equivalen a un 9,74% de los activos. Lo relevante para la muestra es que en promedio el mercado chileno en el periodo de estudio presentaba oportunidades de crecimiento, ya que la Q de Tóbin (q) es de 1,25. Cabe señalar que el promedio del logaritmo natural de la edad es de 3,62 (46,75 años), lo que implica que las empresas son relativamente jóvenes y, para el caso de las empresas familiares, se encuentran en el umbral de la primera generación. Además, el apalancamiento promedio es 41,22%. En términos de estructura de propiedad, por un lado, la alta concentración de la propiedad resulta evidente, pues en promedio los accionistas mantienen un 39,46% de los

derechos sobre los flujos de caja, mientras que por el otro lado, la separación promedio derivada de la existencia de pirámides y acciones duales es de 11,57%.

La Tabla 3 exhibe los estadísticos descriptivos de la muestra segmentada en empresas familiares (y según los distintos grados de separación) y no familiares, además de un análisis de diferencia de medias. Específicamente, el Panel A compara las empresas de naturaleza familiar vs. no familiares, mientras que el Panel B separa la muestra en empresas no familiares, familiares sin separación de derechos de voto-flujos de caja, familiares con baja separación, y familiares con alta separación.

Como es posible observar en el Panel A de la Tabla 3, las empresas familiares exhiben mayores niveles de inversión y menores niveles de flujos de caja internos en comparación con las empresas no familiares. Adicionalmente, en línea con Martinez *et al.* (2007) las empresas familiares presentan menores oportunidades de crecimiento, la cual se encuentra aproximada por la Q de Tobin (1,16 y 1,41 para las familiares y no familiares respectivamente). Por su parte, las empresas familiares utilizan mejor sus activos, como muestra el ratio de ventas sobre activos. En resumen, las empresas familiares invierten más, presentan una mayor eficiencia en la utilización de sus activos, tienen menores oportunidades de inversión, y mantienen una menor liquidez que las no familiares.

Del Panel B de la Tabla 3 es posible observar que las empresas familiares que menos invierten en términos relativos son aquellas que presentan altos niveles de divergencia entre derechos de voto y derechos de flujo de caja. Adicionalmente, estas empresas parecen generar los menores niveles relativos de flujos de caja. Por otro lado, se observa que las empresas familiares que tienen separación presentan un mayor nivel de endeudamiento relativo a las que no tienen, lo que resulta consistente con la idea de que empresas que pertenecen a un *Business Group* se encontrarán más endeudadas, ya que disfrutan de una mayor capacidad de endeudamiento a partir de la existencia de mercados de capitales internos. No obstante, hay que tener presente que un mayor endeudamiento también puede ser el resultado de una mayor propensión a expropiar (Liu y Tian, 2012).

Tabla 3: Diferencias de Medias

Estadística descriptiva y prueba de medias para sub-muestras empleando distintos criterios. El Panel A se muestra la media, desviación estándar y prueba de diferencia de medias para la muestra separada de acuerdo a los criterios Familiar vs. No Familiar. El Panel B presenta la media y las pruebas de diferencias de medias para la muestra segmentada de acuerdo a los criterios No Familiar, Familiar sin separación DV-DFC, Familiar con niveles bajos de separación DV-DFC y Familiar con altos niveles de separación DV-DFC. Los asteriscos señalan una significancia estadística de la prueba de medias al <1% (***) , <5% (**) y <10% (*).

Panel A: Empresas Familiares Vs. No Familiares

Variable	Familiar (a)			No familiar (b)			Medias t-statist (b) - (a)
	Obs. (n)	Media	Desv. Est.	Obs. (n)	Media	Desv. Est.	
<i>Inversión_{it}</i>	250	0.0594	0.051	135	0.0503	0.037	-1.80*
<i>CF_{it}</i>	250	0.0859	0.07	135	0.1186	0.079	3.91***
<i>q_{it}</i>	250	1.1643	0.63	135	1.407	0.772	3.32***
<i>lnage_{it}</i>	250	3.6397	0.678	135	3.5888	0.7	-0.69
<i>sales_{it}</i>	250	0.8105	0.722	135	0.6966	0.435	-1.67*
<i>dtab_{it}</i>	250	0.4127	0.192	135	0.4113	0.157	-0.06
<i>DFC_{it}</i>	250	0.3797	0.232	135	0.422	0.269	1.61
<i>DVDFC_{it}</i>	250	0.1115	0.18	135	0.1235	0.169	0.64
<i>size_{it}</i>	250	12.34	1.8	135	12.477	1.867	0.727

Panel B: Empresas Familiares con Niveles de Separación DV-DFC

Variable	Todas (a)	No Familiar (b)	Familiar separada Bajo (c)	Familiar separada Alto (d)	Familiar no separada (e)	Dif. Medias t- stat (d)-(c)	Dif. Medias t- stat (e)-(c)	Dif. Medias t- stat (b)-(c)	Dif. Medias t- stat (e)-(d)	Dif. Medias t- stat (b)-(d)
	Media	Media	Media	Media	Media					
<i>Inversión_{it}</i>	0.056	0.05	0.062	0.047	0.063	-1.821*	0.088	-1.851*	2.037**	0.537
<i>CF_{it}</i>	0.097	0.118	0.122	0.06	0.079	-4.475***	-3.362***	-0.292	1.742*	4.933***
<i>q_{it}</i>	1.249	1.407	1.355	0.915	1.181	-5.002***	-1.682*	0.472	2.702***	4.654***
<i>lnage_{it}</i>	3.621	3.588	3.69	3.45	3.698	-2.233**	0.0548	-1.024	2.205***	1.288
<i>sales_{it}</i>	0.77	0.696	1.037	0.887	0.665	-0.974	-3.681***	-3.760***	-2.131**	-2.04**
<i>dtab_{it}</i>	0.412	0.411	0.464	0.401	0.391	-1.899*	-2.457**	-2.093**	-0.323	0.382
<i>DFC_{it}</i>	0.394	0.422	0.295	0.224	0.492	-2.04**	5.8381***	3.218***	9.104***	5.385***
<i>size_{it}</i>	12.38	12.47	12.26	12.48	12.3	0.8431	0.1439	0.8369	-0.5919	-0.0355

3.2 Análisis Explicativo

A continuación procedemos a interpretar los resultados obtenidos para las distintas estimaciones, con la finalidad de contrastar las hipótesis planteadas en el trabajo. De esta forma, en la Tabla 4 se muestran de manera introductoria los resultados de las estimaciones del modelo base propuesto por Fazzari *et al.* (1988b), de acuerdo al criterio de empresa no familiar y empresa familiar. Posteriormente, en la Tabla 5 se presentan los resultados de las estimaciones de los modelos propuestos para el contraste de hipótesis.

Tabla 4: Sensibilidad de la inversión a los flujos de caja y propiedad familiar

Coefficientes [estadístico-t] estimados a partir del modelo base propuesto por Fazzari *et al.* (1988a). Se separa la muestra según el criterio si es familiar y no familiar, y para cada muestra se hace una estimación. La variable dependiente es la Inversión para ambas estimaciones. Las variables independientes corresponden al flujo de caja (CF), la q de Tobin (Q), la edad medida como el logaritmo natural de la edad (LNAGE), el logaritmo natural de las ventas (SALES), el ratio de endeudamiento medido como la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el tamaño de la empresa medido como el logaritmo natural del total de activos (SIZE), una dummy que controla los efectos potenciales de la existencia de derechos de flujo de caja negativos (CFNEG) y los derechos de flujo de caja del último accionista (DFC). 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%.

Inversión	(1)	(2)
	No Familiares	Familiares
CF	0,025 [0,38]	0,217*** [2,93]
Q	0.018 [2,63]	0,012 [1,42]
Lnage	0.001 [0,22]	0.003 [0,86]
Sales	0.007 [0,89]	0.011* [1,72]
Dtab	0.028 [1,1]	0.020 [0,94]
Size	0.003 [1,5]	0.004** [2,28]
Cfneg	-0.022 [-1,62]	-0.011 [-1,03]
DFC	0.016 [0,98]	-0.002 [-0,11]
Efecto Industrial	SI	SI
Efecto Temporal	SI	SI
No. Obs.	135	249
F	7,47***	5,11***
R-cuadrado	0,408	0,324

De la columna (1) y (2) de la Tabla 4 se observa que las empresas familiares presentan mayores niveles de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja. En particular, la sensibilidad de las empresas familiares presenta un signo positivo (0.217) y estadísticamente significativo ($t=2.93$), mientras que para las no familiares carece de significancia.

Estos mismos resultados se pueden observar en la columna (1) de la Tabla 5, donde se interactúa la variable dicotómica de la naturaleza familiar con la variable de flujos de caja (FAM*CF). La columna (1) muestra que la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja es positiva, estadísticamente significativa y, adicionalmente, al momento de interactuar los flujos de caja con la naturaleza familiar (FAM*CF) se observa una relación positiva y estadísticamente significativa. Estos resultados vienen a constatar que en las empresas familiares existe una mayor dependencia de los flujos de caja al momento de invertir (H1).

En particular, esta mayor sensibilidad sugiere dos cosas. Primero, que las empresas familiares enfrentan mayores niveles de restricciones financieras o problemas de agencia, lo cual decanta en políticas ineficientes como son los problemas de sub-inversión y sobre-inversión, explicando así la mayor sensibilidad. Este resultado se encuentra en consonancia con Kuo y Hung (2012), quienes sugieren que la mayor dependencia de las familias a los flujos de caja se deriva de políticas financieras menos óptimas en comparación con las empresas no familiares. En línea con esto, Medina y Valdés (1998) sugieren que en Chile las empresas familiares podrían presentar mayores restricciones al financiamiento externo que las no familiares, cuestión que ayudaría a explicar la mayor sensibilidad.

Por otro lado, esta mayor sensibilidad puede también venir explicada por un mayor grado de conservadurismo en el uso de deuda para financiar proyectos que resultan ser eficientes. Este argumento se basa en la naturaleza del accionista familiar, la cual según la evidencia previa sugiere que la presencia familiar resulta beneficiosa en las empresas, a partir de encontrarse más alineados que otros tipos de accionistas (Bonilla *et al.*, 2010). En línea con esto, el hecho de que generalmente exhiban un mayor desempeño implica que las decisiones de inversión debiesen ser más eficientes (Anderson y Reeb, 2003; Barontini y Caprio, 2006; Villalonga y Amit, 2006; Bonilla *et al.*, 2010; Isakov y Weisskopf, 2014).

Una vez evidenciado el efecto de la propiedad familiar sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, lo que corresponde es analizar el efecto que tienen distintas configuraciones de propiedad familiar sobre la sensibilidad de la inversión. Específicamente, la columna (2) de la Tabla 5 muestra que las empresas familiares que cumplen con la regla de *un-voto-una-acción* presentan un mayor grado de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, reflejado en que la variable dicotómica interactuada con los flujos de caja

(CF*FAMNOSEP) presenta un signo positivo y estadísticamente significativo. Esto evidencia que aquellas empresas que son controladas de manera directa por familias, o resultan ser menos eficientes al momento de establecer políticas de inversión, o se encuentran más restringidas.

Por otra parte, en la columna (3) de la Tabla 5 se muestra que cuando existen estructuras de propiedad piramidales (existencia de separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja o rompimiento de la regla *un-voto-una-acción*), existen patrones de inversión diferenciados por parte de las familias. Por un lado, cuando la separación es baja (control más directo por parte del último accionista), la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja guarda una relación positiva y estadísticamente significativa (CF*FAMSEP1), lo que sugiere la existencia de restricciones financieras. Por otro lado, cuando la separación de derechos es alta (FAMSEP2) - como la que existe en los grupos empresariales - la dependencia de la inversión a los flujos de caja parece verse atenuada. De facto, se muestra una relación negativa y estadísticamente significativa entre la variable interactuada de alta separación y flujos de caja (CF*FAMSEP2). Estos resultados pueden corroborarse en la columna (4), donde se muestra una relación negativa y estadísticamente significativa entre la inversión y la variable interactuada de los flujos de caja, la naturaleza familiar y la separación de derechos de voto-caja (CF*DVMFC*FAM), lo que implica que los problemas de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja parecen verse atenuados a medida que el accionista familiar presenta mayores niveles de separación, entregando ciertas luces de que se cumpliría el *enfoque eficiente de las pirámides* (H2).

En resumen, estos resultados evidencian en cierta medida la ventaja de la existencia de estructuras piramidales en el contexto chileno, sugiriendo que estas configuraciones de propiedad son eficientes, pues potencialmente permiten reducir el grado de restricciones financieras a partir de la existencia de mercados de capitales internos, lo que soporta la idea de que las pirámides y, en particular, los conglomerados de negocio, pueden implicar algunos beneficios en países emergentes como Chile (Almeida y Wolfenzon, 2006; Edwards y Weichenrieder, 2009; Villalonga y Amit, 2009), donde los potenciales riesgos de expropiación son atenuados por las ventajas de la existencia de mercados de capitales internos (Buchuk *et al.*, 2014), entregando así mayores incentivos a invertir eficientemente.

Tabla 5: Sensibilidad de la inversión a los flujos de caja y Estructuras Piramidales

Coefficientes estimados [estadístico-t] los modelos de contraste de hipótesis propuestos. La variable dependiente es la Inversión para todas las estimaciones. Las variables independientes corresponden al flujo de caja (CF), la divergencia entre derechos de voto y derechos de flujo de caja del último accionista de la cadena (DVDFC), la naturaleza familiar del último accionista (FAM), la naturaleza familiar cuando existe (no existe) separación de derechos de voto-flujos de caja (FAMSEP y FAMNOSEP), la naturaleza familiar cuando la separación se encuentra sobre (bajo) la media (FAMSEP2 y FAMSEP1), la q de Tobin (Q), la edad medida como el logaritmo natural de la edad (LNAGE), el logaritmo natural de las ventas (SALES), el ratio de endeudamiento medido como la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el tamaño de la empresa medido como el logaritmo natural del total de activos (SIZE), una dummy que controla los efectos potenciales de la existencia de flujos de caja negativos (CFNEG) y los derechos de flujo de caja del último accionista (DFC). 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%.

Inversión	[1]	[2]	[3]	[4]
CF	0,086*	0,110**	0,092*	0,102**
	[1,73]	[2,25]	[1,89]	[2,07]
CF*FAM	0,111*			0,152**
	[1,75]			[2,05]
CF*FAMNOSEP		0,146*	0,147*	
		[1,74]	[1,75]	
CF*FAMSEP		0,073		
		[0,95]		
CF*FAMSEP1			0,232**	
			[2,09]	
CF*FAMSEP2			-0,124*	
			[-1,79]	
CF*DVDFC				-0,010
				[-0,04]
CF*DVDFC*FAM				-0,824**
				[-2,28]
DVDFC*FAM				0,084**
				[2,15]
FAM	0,001			-0,007
	[0,15]			[-0,94]
FAMSEP		-0,005		
		[-0,59]		
FAMNOSEP		0,005	0,004	
		[0,67]	[0,60]	
FAMSEP1			-0,031**	
			[-2,31]	
FAMSEP2			0,013*	
			[1,68]	
DVDFC				-0,048
				[-1,34]
Q	0,014**	0,011**	0,012**	0,012**
	[2,4]	[2,02]	[2,10]	[2,09]
<i>Lnage</i>	0,002	0,002	0,003	0,0002
	[0,77]	[0,72]	[0,95]	[0,05]
<i>Sales</i>	0,011**	0,011**	0,011**	0,011**
	[2,07]	[2,07]	[2,14]	[2,21]
<i>Dtab</i>	0,021	0,025*	0,030**	0,022
	[1,35]	[1,69]	[1,97]	[1,48]
<i>Size</i>	0,003***	0,004***	0,003**	0,004***
	[2,79]	[2,79]	[2,09]	[2,73]
<i>Cfneg</i>	-0,013*	-0,012	-0,019**	-0,019**
	[-1,72]	[-1,56]	[-2,58]	[-2,42]
DFC	0,005	-0,005	-0,007	-0,004
	[0,43]	[-0,49]	[-0,60]	[-0,37]
CONSTANTE	-0,061***	-0,052***	-0,048***	-0,040**
	[-3,26]	[-2,78]	[-2,63]	[-2,05]
Efecto Industrial	SI	SI	SI	SI
Efecto temporal	SI	SI	SI	SI
No. Obs.	384	384	384	384
F	8,43***	7,79***	7,66***	7,65***
R-Cuadrado	0,318	0,334	0,361	0,349

CONCLUSIONES

El presente trabajo se centra en el efecto de la propiedad familiar y distintas configuraciones de propiedad familiar, sobre la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, para una economía emergente como la chilena. Específicamente, se intenta medir si la existencia de distintos niveles de estructuras piramidales, medido como el grado de separación entre los derechos de voto y derechos de flujo de caja del último accionista de la cadena de propiedad, tienen una incidencia diferenciada sobre la dependencia que presenta la inversión a la generación de flujos de caja internos.

Los resultados ponen de manifiesto dos cuestiones fundamentales. En primer lugar, la presencia de accionistas familiares incrementa la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, lo que potencialmente indica que las familias enfrentan mayores niveles de restricciones financieras (Medina y Valdés, 1998), lo cual decanta en políticas de inversión sub-óptimas (Kuo y Hung, 2012). No obstante, dada la evidencia que sugiere un mayor desempeño de las empresas familiares versus las no familiares, estos resultados potencialmente también pueden indicar que las empresas familiares exhiben un mayor grado de conservadurismo en términos de exposición al riesgo vía apalancamiento para financiar proyectos que resultan ser eficientes.

En segundo lugar, cuando existen estructuras de propiedad piramidales (existencia de separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja o rompimiento de la regla *un-voto-una-acción*) es posible observar patrones de inversión diferenciados por parte de las familias. Por un lado, cuando las estructuras piramidales presentan menores niveles de separación entre derechos de flujo de caja y de voto (control más directo por parte del último accionista y grupos más pequeños), la sensibilidad de la inversión a los flujos de caja se ve acentuada. No obstante, cuando la separación entre derechos de flujo de caja y de voto es alta, como la que existe en los grupos empresariales de mayor tamaño, la dependencia de la inversión a los flujos de caja se ve atenuada. Es decir, a medida que el accionista familiar presenta mayores niveles de separación, disminuyen los problemas de sensibilidad de la inversión a los flujos de caja, lo que evidencia la ventaja de la existencia de estructuras piramidales en el contexto chileno, sugiriendo que estas configuraciones de propiedad son eficientes, pues potencialmente permiten reducir el grado de restricciones financieras a partir

de la existencia de mercados de capitales internos, lo que soporta la idea de que las pirámides, y en particular, los conglomerados de negocio, pueden implicar ciertos beneficios en países emergentes como el chileno (Almeida y Wolfenzon, 2006; Edwards y Weichenrieder, 2009; Villalonga y Amit, 2009), donde los potenciales riesgos de expropiación son atenuados por las ventajas de la existencia de mercados de capitales internos (Buchuk *et al.*, 2014), entregando así mayores incentivos a invertir eficientemente por parte de las familias.

REFERENCIAS

- Agca, S., y Mozumdar, A. (2008), "The Impact of Capital Market Imperfections on the Investment-Cash Flow Sensitivity", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No., pp. 207-216.
- Almeida, H., y Campello, M. (2002). Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivities: New Research Direction. In *Working Paper*. Department of Finance: University of Illinois at Urbana-Champaign
- . (2007), "Financial Constraints, Asset Tangibility and Corporate Investment", *Review of Financial Studies*, Vol. 20, No., pp. 1429-1460.
- Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., y Wolfenzon, D. (2011), "The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, No. 2, pp. 2011.
- Almeida, H., y Wolfenzon, D. (2006), "A theory of pyramidal ownership and family business groups", *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 6, pp. 2637-2680.
- Allayannis, G., y Mozumdar, A. (2004), "The impact of negative cash flow and influential observations on investment-cash flow sensitivity estimates", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, No. 5, pp. 901-930.
- Anderson, R., y Reeb, D. M. (2003), "Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, Vol. 58, No., pp. 1301-1329.
- . (2004), "Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 49, No. 209-237, pp.
- Andrés, C. (2008), "Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No., pp. 431-445.
- Arslan, O., Florackis, C., y Ozkan, A. (2006), "The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: Evidence from a financial crisis period in an emerging market", *Emerging Markets Review*, Vol. 7, No. 4, pp. 320-338.
- Atanasov, V., Black, B. S., y Ciccotello. (2011), "Law and Tunneling", *The Journal of Corporation Law*, Vol. 37, No. 1, pp. 1-49.
- Bae, K.-H., Kang, J.-K., y Kim, J.-M. (2002), "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2695-2740.
- Bae, K. H., y Jeong, S. W. (2007), "The value-relevance of earnings and book value, ownership structure, and business group affiliation: Evidence from Korean business groups", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, No. 5-6, pp. 740-766.

- Barca, F., y Becht, M. (2001), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Barontini, R., y Caprio, L. (2006), "The effect of family control on firm value and performance. Evidence from Continental Europe", *European Financial Management*, Vol. 12, No., pp. 689 - 723.
- Bebchuk, L. A. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control. In *Working Paper* National Bureau of Economic Research.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., y Triantis, G. 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights in Concentrated Corporate Ownership. In *Concentrated Corporate Ownership*, edited by R. Morck: National Bureau of Economic Research.
- Ben-Amar, W., y André, P. (2006), "Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No., pp. 517-543.
- Benavides Velasco, C., Guzmán Parra, V. F., y Quintana García, C. (2011), "Evolución de la literatura sobre empresa familiar como disciplina científica", *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa*, Vol. 14, No. 2, pp. 67-77.
- Bennedsen, M., M., N. K., Pérez-González, F., y Wolfenzon, D. (2007), "Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No. 2, pp. 647-691.
- Berle, A., y Means, G. (1932), *The modern corporation and private property*. Nueva York, NY.: McMillan.
- Bertrand, M., Mehta, P., y Mullainathan, S. (2002), "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups.", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 1, pp. 121-148.
- Bertrand, M. y M., S. (2003), "Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences", *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 5, pp. 1043-1075.
- Blanco Mazagatos, V., Quevedo Puente, E., y Delgado García, J. B. (2009), "La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 38, No. 141, pp. 57-73.
- Bonilla, C., Sepulveda, J., y Carvajal, M. (2010), "Family Ownership and Firm Performance in Chile: A Note on Martínez et al.'s Evidence", *Family Business Review*, Vol. 23, No. 2, pp. 148-154.
- Brown, J. R., y Petersen, B. C. (2009), "Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, No., pp. 971-984.
- Buchuk, Larrain, B., Muñoz, F., y Urzúa, F. (2014), "The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans", *Journal of Financial Economics*, Vol. 112, No. 2, pp. 2014.
- Campello, M., Graham, J. R., y Harvey, C. R. (2010), "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No., pp. 470-487.
- Carreira, C., y Silva, F. (2010), "No deep pockets: Some stylized empirical results on firms' financial constraints", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 24, No. 4, pp. 731-753.

- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., y Lang, L. H. P. (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S., y Klapper, L. (2000a), "The Role And Functioning Of Business Groups In East Asia And Chile", *Abante*, Vol. 3, No. 1, pp. 91-107.
- Claessens, S., Djankov, S., y Lang, L. H. P. (2000b), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No., pp. 81-112.
- Cleary, S. (1999), "The Relationship between Firm Investment and Financial Status", *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 673-692.
- Cleary, S., Povel, P. y Raith M. (2007), "The U-shaped investment curve: Theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 1, pp. 1-40.
- Chen, L., Liu, C., y Guanyu, W. (2013). Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China. In *10th International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM) IEEE*.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., y Litz, R. A. (2004), "Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 28, No. 4, pp. 335-354.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., y Skinner, D. J. (2000), "Special dividends and the evolution of dividend signaling", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No., pp. 309-354.
- Devereux, M., y Schiantarelli, F. (1990), "Investment, financial factors, and cash flow: evidence from U.K. panel data. R. G. Hubbard (Ed.): Asymmetric information, corporate finance and investment", *The University of Chicago Press. Chicago*, No., pp. 297-306.
- Dyck, A., y Zingales, L. (2004), "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, Vol. 59, No., pp. 537-600.
- Edwards, J., y Weichenrieder, A. (2009), "Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration", *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 72, No. 1, pp. 489-508.
- Faccio, M., y Lang, L. H. P. (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, No., pp. 365-395.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., y Young, L. (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91, No. 1, pp. 54-78.
- Faccio, M., y Stolin, D. (2006), "Expropriation vs. Proportional Sharing in Corporate Acquisitions", *Journal of Business*, Vol. 79, No. 3, pp. 1413-1444.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., y Petersen, B. C. (1988a), "Financing constraints and corporate investment", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, No., pp. 141-195.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., y Petersen, B. C. (1988b), "Investment, Financing Decisions, and Tax Policy", *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2, pp. 200-205.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., y Petersen, B. C. (2000), "Investment-cash flow sensitivities are useful: A comment on Kaplan and Zingales", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No., pp. 695-705.
- Francis, B., Hasan, I., Song, L., y Waisman, M. (2013), "Corporate governance and investment-cash flow sensitivity : evidence from emerging markets", *Emerging Markets Review*, Vol. 15, No., pp. 57-71.

- George, R., Kabir, R., y Qian, J. (2011), "Investment - Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: New Evidence from Indian Business Group Firms", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 21, No. 2, pp. 69-88.
- Gertner, R. H., Scharfstein, D. S., y Stein, J. C. (1994), "Internal versus External Capital Markets", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, pp. 1211-1230.
- Goergen, M., y Renneboog, L. (2001), "Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, No., pp. 257-284.
- Gomes, J. F. (2001), "Financing investment", *American Economic Review*, Vol. 91, No. 5, pp. 1263-1285.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., y Trujillo, M. A. (2012), "Family firms and financial performance: The cost of growing", *Emerging Markets Review*, Vol. 13, No. 4, pp. 626-649.
- Guthrie, K., y Sokolowsky, J. (2010), "Large shareholders and the pressure to manage earnings", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No., pp. 302-319.
- Hadlock, C. J. (1998), "Ownership, liquidity, and investment", *RAND Journal of Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 487-508.
- Hadlock, C. J., y Pierce, J. R. (2010), "New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 5, pp. 1909-1940.
- Holmén, M., y Knopf, J. D. (2004), "Minority Shareholder Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 1, pp. 167-191.
- Hoshi, T., Kashyap, A., y Scharfstein, D. (1991), "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 1, pp. 33-60.
- Hovakimian, G. (2009), "Determinants of investment cash flow sensitivity", *Financial Management*, Vol. 48, No. Spring, pp. 161-183.
- Hovakimian, G., y Titman, S. (2006), "Corporate investment with financial constraints: sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 2, pp. 358-374.
- Huang, Z. (2002), "Financial constraints and investment-cash flow sensitivity", *Mecanografiado*, No., pp.
- Hubbard, R. G. (1997), "Capital-market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, Vol. 36, No., pp. 193-225.
- Isakov, D., y Weisskopf, J.-P. (2014), "Are founding families special blockholders? An investigation of controlling shareholder influence on firm performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 41, No., pp. 1-16.
- James, H. (1999), "What can the family contribute to business? Examining contractual relationships", *Family Business Review*, Vol. 12, No. 1, pp. 61-71.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F., y Shleifer, A. (2000), "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 22-27.
- Kadapakkam, P. R., Kumar, P. C., y Riddick, L. A. (1998), "The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, No., pp. 293-320.
- Kaplan, S. N., y Zingales, L. (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No., pp. 169-213.
- . (2000), "Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No., pp. 707-712.
- Khanna, T., y Palepu, K. G. (2000a), "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile", *The Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, pp. 2000.
- . (2000b), "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 867-891.
- Kuo, Y.-P., y Hung, J.-H. (2012), "Family Control and Investment-Cash Flow Sensitivity: Moderating Effects of Excess Control Rights and Board Independence", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20, No. 3, pp. 253-266.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No., pp. 1113-1155.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (2002), "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1147-1170.
- Lamont, O. (1996), "Cash flow and investment: evidence from internal capital markets", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp. 83-109.
- Larrain, B., y Urzúa, F. (2013), "Controlling shareholders and market timing in share issuance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, No., pp. 661-681.
- Lefort, F., y González, R. (2008), "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile", *Revista ABANTE*, Vol. 11, No. 1, pp. 17-37.
- Lefort, F., y Walker, E. (2000), "Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: Facts and hypotheses for governance", *Abante*, Vol. 3, No. 1, pp. 3-27.
- Leuz, C., Lins, K. V., y Warnock, F. E. (2009), "Do foreigners invest less in poorly governed firms?", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8, pp. 3245-3284.
- Liu, Q., y Tian, G. (2012), "Controlling shareholders expropriation and firms leverage decision: evidence from Chinese non-tradable share reform", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, No. 4, pp. 782-803.
- Liu, Y. (2011), "Founding family ownership and cash holdings", *Journal of Financial Research*, Vol. 34, No. 2, pp. 279-294.
- Lyandres, E. (2007), "Costly external financing, investment timing, and investment-cash flow sensitivity", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No., pp. 959-980.
- Majluf, N., Silva, F., y Paredes, R. (2006), "Family ties, interlocking directors and performances of business groups in emerging countries: The case of Chile", *Journal of Business Research*, Vol. 59, No. 3, pp. 315-321.

- Majluf, N. S., Abarca, N., Rodríguez, D., y Fuentes, L. A. (1998), "GOVERNANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE IN CHILEAN ECONOMIC GROUPS", *Abante*, Vol. 1, No. 1, pp. 111-139.
- Marhfor, A., M'Zali, B., y Cosset, J.-C. (2012), "FIRM'S FINANCING CONSTRAINTS AND INVESTMENT-CASH FLOW SENSITIVITY: EVIDENCE FROM COUNTRY LEGAL INSTITUTIONS", *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, Vol. 1, No. 1, pp. 2305-7394.
- Martinez, J., Stöhr, B., y Quiroga, B. (2007), "Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile", *Family Business Review*, Vol. 20, No. 2, pp. 83-94.
- Maury, B. (2006), "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No., pp. 321-341.
- McLean, R. D., Zhang, T., y Zhao, M. (2012), "Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth", *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, pp. 313-350.
- Medina, J. P., y Valdés, R. (1998), "Flujo de Caja y Decisiones de Inversión en Chile: Evidencia de Sociedades Anónimas Abiertas", *Latin American Journal of Economics*, Vol. 35, No., pp. 301-323.
- Modigliani, F., y Miller, M. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 261-297.
- Morck, R., Wolfenzon, D., y Yeung, B. (2005), "Corporate governance, economic entrenchment, and growth", *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, No., pp. 655-720.
- Morck, R., y Yeung, B. (2003), "Agency Problems in Large Family Business Groups", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27, No. 4, pp. 367-382.
- Morgado, A., y Pindado, J. (2003), "The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: an Analysis Using Panel Data", *European Financial Management*, Vol. 9, No. 2, pp. 163-177.
- Myers, S. C., y Majluf, N. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- Nenova, T. (2003), "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, No. 3, pp. 325-351.
- Oliner, S. D., y Rudebusch, G. D. (1992), "Sources of the financing hierarchy for business investment", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 74, No. 4, pp. 643-654.
- Ozbas, O., y Scharfstein, D. (2010), "Evidence on the Dark Side of Internal Capital Markets", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 2, pp. 581-599.
- Pawlina, G., y Renneboog, L. (2005), "Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK", *European Financial Management*, Vol. 11, No. 4, pp. 483-513.
- Pindado, J., Requejo, I., y de la Torre, C. (2011), "Family control and investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 5, pp. 1389-1409.
- Povel, P., y Raith, M. (2001), "Optimal investment Under financial constraints: the roles of internal funds and asymmetric information", *Mecanografiado*, No., pp.

- Ruiz-Mallorquí, M. V., y Santana-Martín, D. J. (2009), "Ultimate Institutional Owner and Takeover Defenses in the Controlling versus Minority Shareholders Context", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, No. 2, pp. 238-254.
- Scharfstein, D., y Stein, J. (2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 6, pp. 2537-2564.
- Schiantarelli, F. (1995), "Financial constraints and investment: A critical review of methodological issues and international evidence.", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 12, No. 2, pp. 70-89.
- Shleifer, A., y Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-782.
- Silva, F., y Majluf, N. (2008), "Does family ownership shape performance outcomes?", *Journal of Business Research*, Vol. 61, No. 6, pp. 609-614.
- Stein, J. C. 2003. Agency, information and corporate investment. In *Handbook of the Economics of Finance*, edited by G. M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz: Elsevier, 111-165.
- Villalonga, B., y Amit, R. (2006), "How do family ownership, control, and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, pp. 385-417.
- . (2009), "How are U.S. family firms controlled?", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 8, pp. 3047-3091.
- Vogt, S. C. (1994), "The cash flow/investment relationship: Evidence from U.S. manufacturing firms", *Financial Management*, Vol. 23, No. 2, pp. 3-20.
- Wei, K. C. J., y Zhang, Y. (2008), "Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No., pp. 118-132.
- Whited, T. M. (1992), "Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, pp. 1425-1460.