



**LA INFLUENCIA DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN
EL VALOR Y DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS
LATINOAMERICANAS**

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

CAMILA FIGUEIREDO MARQUES BARBOSA

Profesor Guía: MAURICIO JARA BERTIN

Santiago de Chile, Julio 2016

*A mi marido Fred, y a mis hijos Davi y Arthur,
con todo mi amor.*

Agradecimientos

Agradezco a mis Profesores de la Universidad de Chile, en especial al Profesor Mauricio Jara, por su guía y apoyo para la realización de este trabajo. Al Profesor Hudson Fernandes Amaral, de la Universidad Federal de Minas Gerais, por los constantes incentivos y aprendizaje.

Agradezco a mi amiga y compañera de Magíster, Jennifer Zegarra, por su compañerismo y amistad.

En especial, agradezco a mi marido Fred y a mi familia en Brasil, por todo su cariño y apoyo incondicional.

La influencia de la estructura de propiedad en el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas

Camila Figueiredo Marques Barbosa

Resumen: Esta investigación se propone a estudiar la relación entre la estructura de propiedad con el valor y con el desempeño de 729 empresas de Latinoamérica, localizadas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, entre los años 2011 y 2014. A partir de la concentración accionaria del principal accionista, se busca confirmar los efectos de dicha relación; es decir, el alineamiento de intereses (relación positiva) o el atrincheramiento (relación negativa). Fueron utilizados datos de panel y empleadas las metodologías mínimos cuadrados ordinarios con efectos fijos y la estimación por variables instrumentales con el método de los mínimos cuadrados en dos etapas. Los resultados indicaron que hay una relación significativa y negativa entre la concentración de propiedad y el valor y desempeño de las empresas, evidenciando que la concentración de propiedad es una variable exógena. La influencia negativa en el valor y desempeño sugiere el predominio del efecto atrincheramiento, causado por la expropiación de los accionistas minoritarios en el contexto Latinoamericano.

Palabras claves: Gobierno corporativo, estructura de propiedad, concentración accionaria, valor y desempeño, empresas latinoamericanas.

The influence of ownership structure on the value and performance of Latin American companies

Camila Figueiredo Marques Barbosa

Abstract: This research aims to study the relationship between ownership structure and the value/performance of 729 companies in Latin America, located in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru, from 2011 to 2014. Taking into consideration the stake of the main shareholder, this study seeks to confirm the effects of the above mentioned relationship, i.e., the alignment of interests (positive relationship) or entrenchment (negative relationship). Panel data was used and the following methodologies were applied: ordinary least-squares with fixed effects and instrumental variables estimation with two stage least-square. The results indicated that there is a significant and negative relationship between ownership concentration and the value/performance of companies, showing that the concentration of ownership is an exogenous variable. The negative influence on the value and performance suggests the predominance of entrenchment effect, caused by the expropriation of minority shareholders in the Latin American context.

Key words: Corporate governance, ownership structure, shareholding concentration, value and performance, Latin American companies.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	1
2. REVISIÓN LITERARIA.....	5
2.1 Gobierno corporativo.....	5
2.1.1 La teoría de la firma y el problema de agencia.....	5
2.1.2 Concepto y desarrollo del gobierno corporativo.....	8
2.1.3 Modelos de gobierno corporativo.....	14
2.1.4 Mecanismos del gobierno corporativo.....	15
2.2 Estructura de propiedad.....	16
2.2.1 Concentración de propiedad y valor: efectos positivos y negativos.....	18
2.2.2 Estructura de propiedad como variable endógena.....	23
3. EVIDENCIA EMPÍRICA Y DESARROLLO DE HIPÓTESIS.....	26
3.1 Evidencia empírica internacional.....	26
3.2 Contexto en Latinoamérica y desarrollo de hipótesis.....	30
4. METODOLOGÍA.....	36
4.1 Datos y definición de variables.....	36
4.2 Modelo empírico.....	40
5. RESULTADOS.....	44
5.1 Estadística descriptiva.....	44
5.2 Impacto de la concentración de propiedad en el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas.....	47
6. CONCLUSIÓN.....	52
7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	56

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Mecanismos del gobierno corporativo	16
Figura 2 - Efectos alineamiento y atrincheramiento	23

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 - Gobierno corporativo en Latinoamérica	11
Tabla 2 - Definición de variables.....	39
Tabla 3 - Evolución de la concentración accionaria del principal accionista	44
Tabla 4 - Clasificación del principal accionista	45
Tabla 5 - Estadística descriptiva de las variables por país	46
Tabla 6 - Matriz de correlación	47
Tabla 7 - Concentración de propiedad, valor y desempeño – OLS	48
Tabla 8 - Concentración de propiedad, valor y desempeño – VI 2SLS	50

1. INTRODUCCIÓN

El desarrollo de los mercados de capitales y el crecimiento de las sociedades anónimas desde finales del siglo XVIII redundaron en grandes transformaciones en la gestión de las empresas en búsqueda de eficiencia y competitividad. En este contexto, la separación entre la propiedad y el control se vuelve más evidente, ya que el rol que cumple el administrador de las firmas ni siempre es ejercido por el propietario de las mismas (Zolini, 2008); por lo que es de esperarse un nuevo tipo de conflicto existente en las empresas, ocasionado por las diferencias de intereses entre los que toman decisiones y los accionistas.

Estos conflictos fueron inicialmente abordados por Adam Smith en 1776, que planteó el concepto de la falta de diligencia de los administradores cuando no son simultáneamente propietarios de las firmas (Benavides, 2005). Pero solamente hasta 1932, con los hallazgos de Berle y Means, empezaron a surgir estudios empíricos que analizaron los beneficios y costos de la separación entre propiedad y control.

La divergencia de intereses entre administradores y propietarios fue más tarde denominada por Jensen y Meckling (1976) conflicto de agencia. Para los autores, una relación de agencia ocurre cuando hay delegación, es decir, cuando un contrato establece que existe una persona (principal) que contrata a otra (el agente), para ejecutar en su nombre un servicio que resulte en la delegación de algún poder. De hecho, se puede creer que así como el principal, el agente también objetiva la maximización de su utilidad y, por consecuencia, muchas veces toma decisiones que no están de acuerdo con los intereses de los accionistas. Se denomina costo de agencia el resultado en términos de pérdida de riqueza por la cual una firma está sometida, debido a la existencia de los conflictos de intereses (Coutinho, Amaral y Bertucci, 2006).

Considerando lo expuesto, es razonable asumir que el gobierno corporativo tiene como objetivo minimizar las pérdidas ocasionadas por el conflicto de agencia y sus costos relacionados. Conforme Silveira (2004), la reducción de los perjuicios ocasionados por los conflictos de intereses entre los tomadores de decisiones y los proveedores de recursos, depende de un conjunto de mecanismos internos y externos que combinen intereses de los administradores y todos los accionistas; dicho conjunto es denominado gobierno corporativo. Entre los mecanismos internos se destacan la estructura de propiedad, el directorio, los procedimientos y normativas internas, entre otros; los mecanismos externos son los provistos

por otros agentes, como el Gobierno, el mercado, las leyes y regulaciones, proveedores, clientes, inversionistas, mercado de capitales, etc.

De acuerdo con Pedersen y Thomsen (1997), la estructura de propiedad es uno de los principales determinantes del gobierno corporativo. Para Carvalhal da Silva (2004), la comprensión de la estructura de propiedad es de gran importancia, una vez que influye directamente en la eficiencia del mercado por control corporativo; en primer lugar por mostrar el grado de diversificación y riesgo de los accionistas, en segundo, porque revela un eventual problema de agencia en la dirección de la firma.

En este sentido, varios estudios buscaron investigar la estructura de propiedad y sus efectos en el valor y en el desempeño de las compañías. Además, fueron realizadas diversas investigaciones con el objetivo de evaluar la influencia de la concentración accionaria, no sólo en los EE.UU.; también en países donde las características de la estructura de propiedad de las empresas son distintas a las de compañías norteamericanas.

En Estados Unidos e Inglaterra, por ejemplo, las participaciones accionarias son pulverizadas, con una evidente separación entre propiedad y gestión, de forma que el principal conflicto de agencia ocurre entre administradores y accionistas (Okimura, 2003; Rossetti y Andrade, 2012). Por otra parte, la mayoría de los países tiene como característica la propiedad accionaria más concentrada con la presencia de grandes inversionistas (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 1999); asimismo, los mercados de capitales son menos líquidos y poco desarrollados. En estos países las empresas enfrentan un otro tipo de problema de agencia, el conflicto entre los accionistas controladores y los minoritarios; y este problema se vuelve evidente cuando los accionistas controladores no toman decisiones a favor de todos los accionistas, sino de sus propios intereses.

Algunos estudiosos del tema, como por ejemplo, La Porta et al. (1998) sugieren que las diferencias en los países deben ser evaluadas tomando en cuenta el origen de las leyes del mercado local. Es decir, el nivel de protección legal a los inversionistas asociado al grado de *enforcement* (aplicación de la ley) sería un factor determinante para el desarrollo de mercado de capitales y de sus agentes. Así, países con fuerte protección a los inversionistas y alto grado de *enforcement*, como los Estados Unidos, tienen mercados más desarrollados, y por ende, presentan en su mayoría, estructuras de propiedad difusas. Al contrario, en países emergentes, como algunas naciones del Este Asiático y de Latinoamérica, cuyas leyes de protección al inversionistas son más débiles, predominan estructuras de propiedad bastante

concentradas y, en general, con la presencia de un accionista controlador. Esto resulta en una superposición entre propiedad y control, ya que el accionista mayoritario, muchas veces cumple el rol de gestor de la compañía, contribuyendo al conflicto entre accionistas controladores y minoritarios.

Las divergencias entre los países con respecto a la estructura de propiedad, la diferencia de metodología aplicada y de base de datos utilizada, resultaran en distintas conclusiones en los trabajos empíricos en cuanto a la influencia de la concentración accionaria en el valor y desempeño de las empresas.

Parte de estos estudios concluyeron que estructuras de propiedad más concentradas pueden ser benéficas para las empresas, ya que los propietarios pueden monitorear activamente la administración, disminuyendo los conflictos y costos de agencia con un monitoreo menos costoso y más eficaz (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976). Además, otros trabajos, como los de Mork, Shleifer y Vishny (1988) y McConnel y Servaes (1990), verificaron que una estructura de propiedad concentrada podría mitigar el problema de *freerider*: cuando los administradores detienen el control efectivo de una empresa, por consecuencia de un reducido poder individual de los accionistas. El efecto positivo de la concentración accionaria, también denominado hipótesis de alineamiento o convergencia de intereses, asume por ende, que una alta participación en la propiedad, por parte de los administradores, puede estar asociada a un alto valor de mercado de la empresa.

Sin embargo, la concentración accionaria también puede resultar en efectos negativos para la firma, en el caso que los intereses de los accionistas controladores no estén alineados a los intereses de los minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Bebchuck et al., 1999). Esto ocurre en la medida que grandes accionistas, al detener el control de la firma, toman decisiones a favor de su propio beneficio, en detrimento a los intereses comunes de todos los inversionistas, resultando por lo tanto, en la expropiación de los minoritarios. La hipótesis de atrincheramiento se basa en el efecto negativo de la concentración de la propiedad; o sea, el valor de la firma puede ser negativamente influenciado por una participación significativa de la administración en la propiedad accionaria.

Paralelamente a estos estudios, una corriente teórica iniciada con el trabajo de Demsetz y Lehn (1985), empezó a cuestionar que la estructura de propiedad ejerce influencia en el valor de las compañías. Los autores presentaron un argumento contrario a las demás teorías, planteando un modelo empírico en el cuál la concentración de la propiedad sería una variable

endógena; en otras palabras, influenciada por distintos atributos corporativos, como por ejemplo, el tamaño de la firma, el riesgo y la reglamentación de la industria. Posteriormente, otros autores buscaron comprobar los hallazgos de Demsetz y Lehn (1985) en distintos contextos, como Pedersen y Thomsen (1997), Himmelberg, Hubbard y Palia (1999) y Demsetz y Villalonga (2001).

Considerando lo expuesto, el objetivo del presente estudio se centra en verificar la existencia de relación entre la estructura de propiedad y el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas durante el periodo de 2011 hasta 2014; además, se pretende confirmar los efectos de dicha relación, es decir, el alineamiento de intereses (relación positiva) o atrincheramiento (relación negativa).

Se utiliza una muestra compuesta por 729 empresas de Latinoamérica localizadas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Las metodologías empleadas fueron la de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) con efectos fijos y la estimación por variables instrumentales (VI) con el método de los mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS).

Los resultados encontrados indican que existe relación entre la concentración de la propiedad y el valor y desempeño de las compañías latinoamericanas de la muestra para el periodo de 2011 hasta 2014. Además, dicha relación se muestra significativa y negativa, sugiriendo que la concentración de propiedad es una variable exógena y produce un efecto negativo en el valor y desempeño de las empresas. Se observa, por lo tanto, el efecto atrincheramiento causado por la expropiación de los accionistas minoritarios en el contexto de Latinoamérica.

El presente estudio se estructura de la siguiente manera: el capítulo dos expone la revisión de literatura; en el capítulo tres son presentadas las evidencias empíricas y el desarrollo de las hipótesis; el capítulo cuatro explica la metodología de la investigación y los datos utilizados; el capítulo cinco presenta los resultados; y finalmente, en el capítulo seis se presenta la conclusión.

2. REVISIÓN LITERARIA

2.1 Gobierno corporativo

2.1.1 La teoría de la firma y el problema de agencia

Los estudios relacionados sobre gobierno corporativo se iniciaron a partir de finales del siglo XVIII, cuando Adam Smith - filósofo y economista británico y considerado el teórico más importante del liberalismo económico - empezó a conceptualizar sobre la diferencia entre propiedad y gestión:

Los negocios de una compañía de capital conjunto son administrados siempre por una junta de directores, aunque ésta se halla en muchos sentidos sujeta frecuentemente al control de una junta general de propietarios [...]. Sin embargo, como los directores de esa clase de compañías son más bien administradores del dinero ajeno que del propio, no puede esperarse que cuiden del mismo con idéntica ansiosa vigilancia que cuidan del suyo propio los socios de una sociedad particular [...]. En el gobierno de los negocios de esa clase de compañías tiene siempre que reinar, más o menos, la negligencia y la prodigalidad (SMITH, 1961, p.648).

La preocupación expuesta por el teórico se basaba en el hecho de que con el nuevo modelo de sociedad anónima y la consecuente dispersión de la propiedad, se volvía imposible una administración eficiente como a la de empresas en que, la propiedad y control estaba centrada en una única persona; se planteó que los administradores de esta nueva clase de compañías no presentaban el mismo celo, al cuidar de los recursos de los accionistas como si fuera su propio.

Sin embargo, Adam Smith no presentó ningún estudio empírico para testear tal hipótesis, lo que sólo sucedió años más tarde, con el trabajo de Berle y Means (1932), que investigaron la diferencia de los intereses entre los propietarios y administradores, así como los problemas de agencia. Conforme Saito y Silveira (2008), estos autores fueron los primeros en tratar de los beneficios y costos de la separación entre propiedad y control ya existentes en algunas de las grandes compañías, además de abordar los inevitables conflictos de interés que las estructuras de propiedad pulverizadas podrían ocasionar para el desempeño y el valor de las compañías. Tarziján (2003), al analizar los hallazgos de Berle y Means (1932), afirmó que los autores plantearon el dilema si acaso los administradores de empresas actúan en el

interés de sus propietarios, a pesar de la baja participación que tienen en la propiedad de ésta. Así, los autores desarrollaron un análisis empírico de la estructura de propiedad de grandes empresas norteamericanas y verificaron que la dispersión de la propiedad fortalecía el poder de los administradores, aumentando por ende, la posibilidad de que estos actúen a favor de sus intereses y no de sus accionistas.

Posteriormente, Coase (1937) desarrolló la teoría de los costos de las transacciones en su obra *The nature of the firm*, la cual contiene importantes fundamentos acerca del surgimiento de la firma. Conforme Tarziján (2003), el autor estableció que las actividades a realizar por una firma vienen dadas por la comparación entre dos tipos de costos, el de coordinación de los recursos a través de transacciones de mercado, llamados también costos de transacción, y su contraparte, los costos de coordinación interna de los recursos. Dicha teoría trata de la situación en la cual la empresa debe optar por producir internamente o adquirir en el mercado, tomando en cuenta los referidos costos de transacción. Además, con el concepto de contratos incompletos, Coase (1937) afirmó que hay siempre la posibilidad de que algunos aspectos importantes del contrato no sean previstos *ex ante*. En esto se basa el problema de agencia, es decir, en la dificultad de elaborar un contrato que combine incentivos y esfuerzo en el trabajo con el objetivo de garantizar un mejor retorno para los propietarios de la firma (Correia y Amaral, 2006). Dicha dificultad puede ser mejor comprendida, al pensar cuán dispendioso puede ser determinar y especificar todas las posibles contingencias de un determinado contrato dado el alto nivel de incertidumbre involucrado. Igualmente, un alto nivel de esfuerzo y costo serían necesarios para medir las posibles respuestas o reacciones a cada una de las contingencias, lo que por ende, confirma el hecho de que la teoría de agencia se basa en la suposición de la inexistencia de contratos perfectos o completos (Okimura, 2003).

De acuerdo a lo anterior, un importante supuesto de la teoría de agencia es que las partes contratantes maximizan sus utilidades individuales, definidas como la diferencia entre las recompensas monetarias y el esfuerzo efectuado. En dicho escenario, Fama (1980) conceptúa la firma como un conjunto de contratos establecidos entre los factores de producción, cada uno motivado por su interés particular.

Okimura (2003), al retomar los postulados de Williamson (1988), establece que la firma puede ser vista como una estructura de gobierno corporativo, una vez que pueda funcionar como un mecanismo de minimización de los costos de transacción, frente a la postura oportunista que condiciona las personas en una empresa. Siffert Filho (1998) argumenta que de la misma manera que las transacciones se diferencian en sus atributos, como frecuencia,

incertidumbre, especificidad; las estructuras de gobierno corporativo pueden cambiar en cuanto a costos de operación y competencia. La problemática sería alinear las transacciones con las correspondientes estructuras de gobierno corporativo (jerárquica, contractual y de mercado), buscando mitigar los referidos costos de transacción.

A su vez, Jensen y Meckling (1976), a través del trabajo *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, proporcionaron un exitoso avance en la teoría de la estructura de propiedades de las empresas, enfatizando la relación entre el principal y el agente. Los autores definieron una relación de agencia como un contrato en que existe una persona (el principal) que contrata a otra (el agente) para ejecutar en su nombre un servicio que resulte en la delegación de algún poder. De hecho, se puede creer que así como el principal, el agente también objetiva la maximización de su utilidad y, como consecuencia, muchas veces toma decisiones que no están de acuerdo con los intereses de los accionistas. Jensen y Meckling (1976) denominan tales diferencias de intereses como conflicto de agencia y abordan también el concepto de los costos de agencia, que son asumidos por los accionistas con el objetivo de convergir sus intereses a los de los gerentes. Dichos costos son (i) gastos con monitoreo; (ii) gastos con elaboración de contratos - *bonding costs*, (iii) gastos con informes y otros documentos elaborados por la gerencia y (iv) pérdida residual, resultante de divergencias entre las decisiones tomadas por los agentes y aquellas que podrían optimizar los intereses del principal. Además, afirman que la existencia de dichos costos ofrece sólidas razones a favor del argumento que plantea que la distribución de probabilidad de flujos de cajas futuros no es independiente de la estructura de propiedad de la firma. Por lo anterior, es posible afirmar que Jensen y Meckling (1976) aportaron al desarrollo del tema e introdujeron el concepto de que la separación entre pose y control sobre la firma de capital disperso está directamente relacionada al problema de agencia.

En 2000, con la obra de Jensen, *A Theory of the Firm: governance, residual claims, and organizational forms*, el gobierno corporativo pasa a ser un tema de preocupación en el escenario de crecimiento, cambio de la estructura de las empresas y por consecuencia, de separación entre propiedad y control. En su libro, Jensen (2000) resalta que el gobierno corporativo debe tener gran relevancia para los propietarios de acciones con derecho a voto, ya que la riqueza de los accionistas depende, en gran parte, de los objetivos de personas que determinan la estrategia de la empresa.

Por lo anterior, es razonable asumir que el gobierno corporativo surge en el sentido de minimizar las pérdidas ocasionadas por el conflicto de agencia y sus costos relacionados. En

otras palabras, el gobierno corporativo puede ser entendido como el conjunto de mecanismos de incentivo y control que procuran reducir los problemas ocasionados por la relación del agente y el principal. A continuación serán presentados con más detalles los conceptos relacionados al tema, así como su desarrollo.

2.1.2 Concepto y desarrollo del gobierno corporativo

Existen varias definiciones relacionados a gobierno corporativo. Todavía, la mayoría de los estudiosos del tema lo considera como un conjunto de principios, reglas y procesos que direccionan los mecanismos de gestión de una empresa, con el objetivo de optimizar su desempeño y proteger todas las partes interesadas: inversionistas, empleados, acreedores, clientes, proveedores, bancos, accionistas, entre otros. Para Lefort (2008), el gobierno corporativo puede ser definido como el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial. De acuerdo con Correia (2008), en esta línea de pensamiento, se destacan los conceptos de teóricos como Jensen (2000) y Shleifer y Vishny (1997) como también de organizaciones como la *Organization for Economic Co-operation and Development - OCDE*¹. El *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC*, a su vez, define gobierno corporativo como:

Gobierno corporativo es un sistema a través del cual las sociedades son administradas y monitorizadas, involucrando el relacionamiento entre los propietarios, el Directorio, los Directores Ejecutivos, órganos de fiscalización y control así como otras partes interesadas. Las buenas prácticas de gobierno corporativo convergen principios básicos en recomendaciones objetivas, alineando intereses con la finalidad de preservar y optimizar el valor económico de largo plazo de la organización, facilitando su acceso a fuentes de capital y contribuyendo para la calidad de gestión de la organización, su longevidad y el bien común (IBGC, 2016).

Con relación al desarrollo del gobierno corporativo, aunque los temas relacionados a la separación de la propiedad y gestión y a la teoría de agencia han sido estudiados desde muchos años, las discusiones se intensificaron con el *Cadbury Report* en 1992, elaborado en Inglaterra dado las graves ocurrencias de fraudes en el mercado empresarial y financiero del

¹ La OCDE, constituida en 1948, agrupa a 34 países y es encargada de promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo. De entre los países latinoamericanos miembros de la OCDE se encuentran actualmente Chile y México. Recientemente, Colombia y Costa Rica han iniciado el proceso de adhesión a dicha organización.

país. Dicho documento fue considerado el primer código de buenas prácticas de gobierno corporativo.

En 1999, la OCDE divulgó los *OCDE Principles of Corporate Governance*, revisados en 2011 y en 2015, que tratan, principalmente, de los siguientes temas: (i) garantía de un marco eficaz para el gobierno corporativo; (ii) garantía de los derechos de los accionistas, el tratamiento equitativo de ellos y el establecimiento de funciones clave en el ámbito de la propiedad; (iii) ofrecimiento de incentivos para que el mercado de acciones opere de forma a promover un buen gobierno corporativo; (iv) reconocimiento de los derechos de los *stakeholders*² establecidos por ley o por acuerdos mutuos; (v) garantía de la divulgación de datos y transparencia; y (vi) establecimiento de las responsabilidades del directorio.

En el año 2001, la implementación de las prácticas de gobierno corporativo pasó a tener una importancia aún más relevante en el escenario mundial, cuando se hicieron públicos los escándalos económicos ocurridos en los EE.UU., causados por los fraudes contables en reconocidas empresas como Enron, WorldCom y Parmalat. En respuesta a dicha situación, en el año 2002, fue reglamentada la Ley *Sarbanes Oxley* – SOX, considerada la más significativa reforma del mercado financiero estadounidense desde la introducción de la *Securities and Exchange Commission* – SEC, en 1934, después de la Gran Depresión. Dicha ley tuvo como propósito reestablecer el nivel de confianza de los inversionistas y fomentar la recuperación del mercado de capitales en los Estados Unidos. Asimismo la Ley SOX es bastante detallada y establece una serie de buenas prácticas de gobierno corporativo y requerimientos técnicos y operacionales, objetivando la protección a los inversionistas, así como la sanción penal y/o civil a los administradores involucrados en fraudes, logrando, por consecuencia, recuperar la ética en el mercado. Es importante mencionar que no solo las empresas estadounidenses están sometidas a la Ley SOX, también todas las compañías extranjeras que tienen sus papeles negociados en el mercado bursátil de los Estados Unidos; lo que resulta en un número cada vez más significativo de mercados internacionales que están cumpliendo con las obligaciones impuestas por dicha legislación.

En el escenario latinoamericano, las prácticas de gobierno corporativo empezaron a desarrollarse significativamente en el período iniciado en el año 1999, destacándose en 2001; mientras que en Wall Street surgían los escándalos contables. Por lo tanto, no es casualidad,

² Se entiende por *stakeholders* todas las partes interesadas de una empresa, como inversionistas, accionistas, proveedores, Gobierno, empleados, empresas de la competencia y la sociedad en general.

que en este período fueron establecidos en varios países de Latinoamérica una serie de reglamentos y normas para el funcionamiento de los mercados de capitales; se crearon institutos encargados de formalizar, normalizar y categorizar las prácticas de gobierno corporativo en estos países; por ejemplo, el Centro de Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales (CGCUCHILE), el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México (CEGC) y el *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (IBGC). Otro factor importante para el fomento del gobierno corporativo en Latinoamérica, ha sido la necesidad de desarrollo de los mercados de capitales, motivada, principalmente, por el aumento de la privatización de empresas, por las reformas de los fondos de pensión, por el crecimiento de las inversiones extranjeras, por el aumento de fusiones y adquisiciones; y por último, por la desreglamentación e integración de los mercados.

En la Tabla 1, a continuación, elaborada con base en la publicación *Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011* (Instituto de Gobierno Corporativo de Latinoamérica - IGCLA, 2011), se puede constatar información de algunos de los países latinoamericanos, respecto al año que se inició la profesionalización e implementación de las prácticas de gobierno corporativo, la cumbre de su desarrollo, así como la institución local responsable de la difusión de dichas prácticas.

Tabla 1 – Gobierno corporativo en Latinoamérica

País	Inicio del desarrollo de las prácticas de gobierno corporativo en el país	Año de desarrollo más significativo	Institución local de gobierno corporativo
Argentina	<p>2001</p> <p>Régimen de Transparencia de la Oferta Pública sancionado por el Poder Ejecutivo mediante el Decreto 677.</p>	<p>2010</p> <ul style="list-style-type: none"> • Empresa argentina incorporada al “<i>Companies Circle</i>” • Investigación de PricewaterhouseCoopers sobre el grado de adhesión formal y substancial de las empresas argentinas a las regulaciones y buenas prácticas de gobierno corporativo. • Desarrollo de talleres específicos sobre gobierno corporativo en Universidades e Instituciones educativas y profesionales. 	<p>IAGO</p> <p>Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones</p>
Brasil	<p>1999/2000</p> <p>1999 - Brasil pasa a tener su primer Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo</p> <p>2000 – Creación pela BM&FBOVESPA de la clasificación de las empresas por niveles diferenciados de gobierno corporativo, clasificando las compañías listadas en la bolsa de valores de acuerdo con sus prácticas de gestión (Nivel 1, 2 y Nuevo Mercado).</p>	<p>2010</p> <ul style="list-style-type: none"> • Modificación de Normas del Nuevo Mercado por la Bolsa de Valores con propuestas de cambio dirigidas a aumentar las exigencias de gobierno corporativo para las empresas que ya cotizaban sus valores en los niveles diferenciados y para las nuevas que estaban ingresando a los segmentos especiales de cotización. • Adopción plena de las Normas Contables Internacionales – IFRS. • Aprobación de las Instrucciones CVM 480 y 481 con el objetivo de mejorar la calidad y la forma de presentación de los informes periódicos presentados por las compañías que emiten títulos de valores en el país. • Revisión de la Instrucción CVM 361 para garantizar una mayor transparencia en las operaciones de adquisición de acciones, y garantizar mayor seguridad a los accionistas minoritarios. 	<p>IBGC</p> <p>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa</p>
Chile	<p>2000</p> <p>Importante reforma del mercado de capitales chileno, a través de la Ley de Opas y Gobierno Corporativo.</p>	<p>2010</p> <ul style="list-style-type: none"> • Chile forma parte de OCDE. 	<p>CGCUCHILE</p> <p>Centro de Gobierno Corporativo y Mercado de Capitales</p>
Colombia	<p>1999</p> <p>Creación por la Confederación de Cámaras de Comercio, de un programa de gobierno corporativo con el apoyo del Centro Internacional para la Empresa Privada (CIPE), que contribuyó a</p>	<p>2011</p> <ul style="list-style-type: none"> • Circular Externa 007 de la Superintendencia Financiera de Colombia que resultó en un cambio en la forma en que las empresas reportaban sus prácticas al mercado, acogiendo el principio “<i>cumpla o explique</i>” existente internacionalmente. Este resultado sólo ha sido posible ante un cambio de paradigma a respecto del gobierno corporativo, en donde no es la cultura del cumplimiento sino la necesidad de competitividad la que ha hecho 	<p>Confecámaras</p> <p>Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio</p>

	la difusión y conocimiento general del tema.	crear al empresario colombiano que la adopción de buenas prácticas requiere de su propia voluntad y comporta beneficios que van más allá del simple requerimiento de la ley.	
México	1999 Lanzamiento por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE) del Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC).	2010 <ul style="list-style-type: none"> El Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (CEGC) diseñó y desarrolló una metodología para calificar las prácticas de gobierno corporativo en el país. Firmó también un contrato con la Bolsa Mexicana de Valores para compartir la información obtenida con el Índice de las empresas confirmándose como calificador oficial de las prácticas de gobierno corporativo en empresas públicas de México. 	CEGC Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo
Perú	2002 Aprobación, por parte de la CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), de los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.	2008 <ul style="list-style-type: none"> Creación del Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) por la Bolsa de Valores de Lima, herramienta para promover la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo. Dicho índice tiene como objetivo reflejar el comportamiento de los valores de las empresas listadas en Perú que adoptan los principios de buen gobierno corporativo. 	Procapitales Comité de Buen Gobierno Corporativo

Fuente: Elaboración propia con base en el Informe *Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011*, del Instituto de Gobierno Corporativo de Latinoamérica - IGCLA, (2011).

Con base en la tabla anterior, en Perú, fue creado en 2008 un índice para reflejar el comportamiento de los valores de empresas listadas en la Bolsa de Valores peruana que adoptan los principios de buen gobierno corporativo. En México, el Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (CEGC) desarrolló en el año 2010, un índice para calificar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas en el país, el CEGC, y se confirmó como calificador oficial de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas públicas. Chile, a su vez, al ser miembro de OCDE en 2010, empezó una búsqueda por la implementación de los principios de gobierno corporativo planteados por esta organización. También en este año, Argentina pasó a ser miembro del *Companies Circle of the Latin American Corporate Governance Round Table*³. En 2011, la Circular Externa 07 de la Superintendencia Financiera de Colombia cambió la forma en que las empresas reportaban sus prácticas al mercado, acogiendo el principio “cumpla o explique”, existente internacionalmente.

³ El *Companies Circle of the Latin American Corporate Governance Round Table* tiene el patrocinio del IFC/Banco Mundial y del *Global Corporate Governance Forum* y el apoyo del OCDE. Está conformado por compañías líderes en Latinoamérica que comparten experiencias en la implementación y en el mejoramiento de buenas prácticas de gobierno corporativo.

En relación a los avances ocurridos en Brasil en este período, es importante retomar los logros obtenidos anteriormente, cuando el IBGC publicó en 1999 su primera versión del Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo de Brasil; sin embargo, el año 2000 fue considerado el punto cero en el desarrollo del gobierno corporativo del país. Esto se debe a la decisión de la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), de establecer niveles de gobierno corporativo para las empresas que tendrían sus acciones negociadas en el mercado bursátil. Dicha clasificación es hecha de acuerdo con las prácticas de gestión de las compañías y con el cumplimiento de una serie de principios de gobierno corporativo, categorizando las empresas en tres niveles: Nivel 1, Nivel 2 y Nuevo Mercado, este último siendo el más alto nivel de gobierno corporativo⁴. Es relevante añadir que esta segmentación no es obligatoria y que una empresa puede negociar sus papeles en la Bolsa sin estar en uno de estos tres niveles; o sea, la clasificación creada por BOVESPA no se trata de una exigencia legal ni reglamentaria, pero, evidentemente influye en la forma de evaluación de las empresas y en la percepción de valor inherente a las buenas prácticas de gestión.

Así mismo, la Cámara de Valores Mobiliarios - CVM, órgano regulador del mercado de capitales brasileiro, proporcionó considerables avances con respecto a la legislación y reglamentos en el mercado del país. En 2010, fueron establecidas las Instrucciones 480 y 481, que tuvieron como objetivos principales, implementar nuevas reglas para la obtención del registro de compañía abierta, crear el Formulario de Referencia - documento anual obligatorio cuyo objetivo es aumentar el nivel de información divulgada a los inversionistas -; y proporcionar nuevas reglas para facilitar la participación de los accionistas en las juntas. Paralelamente, en este mismo año se hizo obligatoria la adopción por las empresas brasileiras de las reglas contables internacionales, *International Financial Reporting Standards* – IFRS, lo que fue un gran paso para el camino de una mayor transparencia de la información financiera y de una mejora de las prácticas de gobierno corporativo en el país.

⁴ La tercera revisión de los niveles de gobierno corporativo de Bovespa ha empezado en marzo de 2016 y la expectativa es que sea concluida en febrero de 2017. Actualmente 130 empresas forman parte del segmento del Nuevo Mercado, seguidas por 29 en el Nivel 1 y 21 en el Nivel 2.

2.1.3 Modelos de gobierno corporativo

La literatura académica clasifica los modelos de gobierno corporativo en dos grupos principales; el anglosajón, en el cuál el foco es el accionista, sus intereses y sus derechos; y el nipóngermano, donde el foco es ampliado, involucrando intereses de todos los *stakeholders* de la compañía. Dichos sistemas de gobierno corporativo se diferencian, básicamente, por sus modelos de propiedad, por los tipos de monitoreo utilizados por los accionistas y sus visiones con respecto al objetivo final de la empresa.

En el sistema anglosajón, presente principalmente, en los Estados Unidos y en Inglaterra, las participaciones accionarias son pulverizadas, dándose por lo tanto, una separación entre propiedad y gestión, de forma que el principal conflicto de agencia ocurre entre administradores y accionistas (Okimura, 2003; Rossetti y Andrade, 2012). En dicho modelo, el principal sistema de monitoreo es a través del mercado de capitales, ya que dicho mercados son más activos y desarrollados.

Por otro lado, el sistema nipóngermano, predominante en Japón, Alemania y en la mayoría de los países de la Europa continental, tiene como característica la propiedad accionaria más concentrada, y el conflicto de agencia ocurre entre los accionistas controladores y los minoritarios. Predomina la presencia de grandes inversionistas, siendo que bancos, instituciones financieras y familias poseen significativa parcela de las acciones (Okimura, 2003; Rossetti y Andrade, 2012). En estos países, es común la presencia de tres tipos de herramientas de monitoreo: estructura piramidal, inversiones cruzadas de capital⁵ y clase de acciones sin derecho a voto. Además, los mercados de capitales son menos líquidos y poco desarrollados y los bancos cumplen un importante rol en el monitoreo y en la gestión de las empresas.

Algunos estudiosos del tema, como por ejemplo, La Porta et al. (1998) sugieren que la comparación entre los dos modelos de gobierno corporativo debe ser hecha tomando en cuenta el origen de las leyes del mercado en cada país. Es decir, el nivel de protección legal a los inversionistas, asociado al grado de *enforcement* (aplicación de la ley), sería un factor

⁵ Conforme Okimura (2003), la estructura piramidal es un mecanismo de control a través de niveles jerárquicos entre empresas. Inversiones cruzadas o propiedad cruzada, por otra parte, es un mecanismo no solo para detener el control efectivo desproporcional a la propiedad, también para proteger el poder de los accionistas controladores. En estos tipos de estructuras, los problemas de expropiación son agravados ya que mientras los accionistas controladores disfrutan de la totalidad de los beneficios privados, solamente asumen parte de los costos, proporcional a sus derechos sobre el flujo de caja. Además, dichos mecanismos de control pueden ser utilizados para asegurar el poder de los accionistas controladores, una vez que se dificulta el monitoreo por cualquier tipo de mecanismo de gobierno corporativo.

determinante para el desarrollo de mercado de capitales y de sus agentes. Así, países con fuerte protección a los inversionistas y alto *enforcement*, como Estados Unidos e Inglaterra, tienen mercados más desarrollados, y por ende, presentan en su mayoría, estructuras de propiedad difusas, con muchos accionistas, donde hay una separación evidente entre propiedad y control. Al contrario, en países emergentes como Brasil y algunas naciones del Este Asiático, cuyas leyes de protección al inversionistas son más débiles, predominan estructuras de propiedad bastante concentradas y, en general, con la presencia de un accionista controlador. Esto resulta en una superposición entre propiedad y control, ya que el accionista mayoritario, muchas veces cumple el rol de gestor de la compañía, contribuyendo al conflicto entre accionistas controladores y minoritarios.

Okimura (2003) afirma con relación a lo anterior, que las estructuras y los mecanismos de gobierno corporativo de las compañías se comportan como una reacción al ambiente legal donde se encuentran; en otras palabras, la concentración accionaria o la dispersión de la propiedad, así como la existencia de conflictos entre administradores y accionistas o entre mayoritarios y minoritarios sería una consecuencia del nivel de protección legal del contexto que involucra las empresas.

2.1.4 Mecanismos del gobierno corporativo

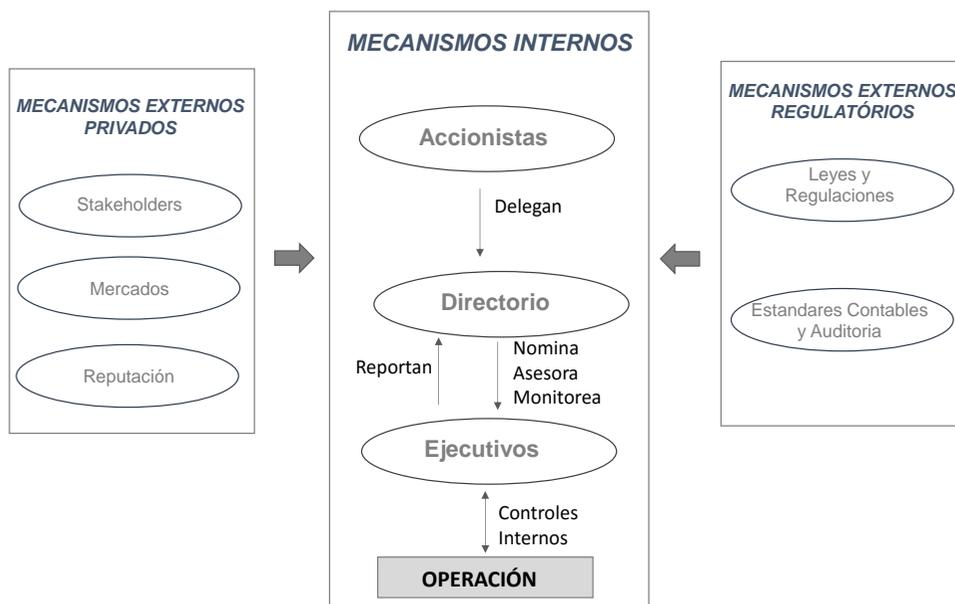
De acuerdo Child y Rodrigues (2003, 2004), la preocupación con el gobierno corporativo se centra en instrumentos que hacen con que los agentes se esfuercen para alcanzar los objetivos organizacionales; es decir, asegurar un retorno aceptable para los propietarios de la empresa. Para Lefort y Wigodski (2008), el gobierno corporativo se estructura a través de muchos mecanismos que interactúan entre sí en equilibrio.

Okimura et al. (2007), retomando los planteamientos de Shleifer e Vishny (1997) definen los mecanismos de gobierno corporativo como reglas institucionales, legales y económicas, que pueden ser cambiadas a través de un proceso político, y que son necesarios para equilibrar la relación entre los administradores y accionistas. Por lo anterior, se puede afirmar que los mecanismos de gobierno corporativo surgen para superar los conflictos de agencia existentes, a partir de la separación entre propiedad y control.

Los mecanismos cuya implementación y funcionamiento son responsabilidad de las empresas son llamados internos. Entre ellos destacamos la estructura de propiedad, el directorio, los procedimientos y normativas internas, entre otros. Los mecanismos provistos

por otros agentes, como el Gobierno y el mercado, son denominados externos, que son, las leyes y regulaciones, proveedores, clientes, inversionistas, mercado de capitales, etc. Las interacciones entre los principales mecanismos de gobierno corporativo están ilustradas en Figura 1 a continuación:

Figura 1 - Mecanismos del gobierno corporativo



Fuente: Lefort y Wigodski (2008). Una mirada al gobierno corporativo en Chile – Casos Emblemáticos.

2.2 Estructura de propiedad

Varios son los estudios desarrollados con el objetivo de elaborar un indicador capaz de mensurar la calidad de gobierno corporativo de las empresas, considerando sus mecanismos internos y externos. De acuerdo con Correia (2008), ejemplos de estos estudios son los de Brown y Caylor (2006), Gillan et al. (2003), Drobetz et al. (2004) y Black, Jang y Kim (2006).

Otros trabajos, a su vez, buscaron evaluar como los distintos mecanismos de gobierno corporativo impactan en el valor y desempeño de las empresas; por ejemplo, la estructura de propiedad, el directorio, la remuneración de ejecutivos, el nivel de protección a los accionistas minoritarios, la transparencia en la publicidad de información, entre otros.⁶

⁶ Para mayor detalle de estudios y autores que investigaron los mecanismos mencionados y su impacto en el valor de las empresas, ver Correia (2008).

Siguiendo esta línea de investigación, el presente estudio busca analizar la influencia de la estructura de propiedad en el valor y desempeño de las empresas. Se ha elegido dicho mecanismo dado su alto nivel de importancia en los estudios relacionados a gobierno corporativo en los últimos años.

De acuerdo con Pedersen y Thomsen (1997), la estructura de propiedad es uno de los principales determinantes del gobierno corporativo. Algunas razones son destacadas por los mencionados autores, tales como: (i) la fracción de acciones en manos de los administradores influye, en su preferencia, en maximizar el valor de la firma para los accionistas en detrimento a la búsqueda de objetivos personales; (ii) la concentración de la propiedad por parte de los grandes accionistas contribuye para que los mismos tengan una postura activa en la empresa, con intereses en su desempeño y en el monitoreo de los administradores; (iii) la identidad y el origen del capital de los propietarios (extranjero, familiar, gobierno, institucional) es una señal de sus estrategias y prioridades; (iv) los accionistas que poseen carteras diversificadas no tendrán una postura de aversión al riesgo por parte de la firma, mientras que los propietarios con parcela significativa de su riqueza en una única empresa tienden a proponer estrategias corporativas de bajo riesgo; (v) la liquidez de la propiedad podrá influir en la preferencia temporal de los propietarios y en el comportamiento de las inversiones de las compañías; y (vi) estructuras de propiedad integradas (jerarquías) que pueden reducir costos de coordinación de transacciones, con alto grado de especificidad de los activos.

De acuerdo con Carvalhal da Silva (2004), la comprensión de la estructura de propiedad es de gran importancia, una vez que influye directamente en la eficiencia del mercado por control corporativo; en primer lugar por mostrar el grado de diversificación y riesgo de los accionistas, en segundo lugar, porque revela un eventual problema de agencia en la dirección de la firma.

Para Coutinho, Amaral y Bertucci (2006), la discusión sobre estructura de propiedad cumple un importante rol, puesto que la concentración de poder – en manos del accionista mayoritario, gerentes, o representantes de los minoritarios – puede denotar apropiación o mala utilización de los recursos de la compañía.

En dicho contexto, dado que el gobierno corporativo consiste en el control de las corporaciones, identificar la estructura de propiedad es el primer paso necesario para comprender los movimientos estratégicos de una organización. Conviene resaltar que en países como Brasil, la alta concentración de propiedad y la ausencia de una legislación fuerte

para proteger los inversionistas, contribuye a que la estructura de propiedad sea un importante objeto de estudio entre los demás mecanismos de gobierno corporativo.

2.2.1 Concentración de propiedad y valor: efectos positivos y negativos

Como ya se ha mencionado, los primeros autores a investigar la relación entre la concentración accionaria y el desempeño de las firmas fueron Berle y Means (1932), quienes evidenciaron una relación positiva entre la concentración accionaria y el desempeño de las firmas. Los autores estudiaron la estructura de propiedad de grandes empresas norteamericanas y observaron que la mayoría de ellas tenían el capital dividido entre varios pequeños accionistas. Dichos hallazgos fueron posteriormente formalizados por Jensen y Meckling (1976), al plantear que las estructuras de propiedad concentradas son más factibles para limitar el problema de agencia, debido a un monitoreo más eficiente y menos dispendioso de las actividades de la gerencia. De acuerdo con los autores, las principales ventajas de la concentración de la propiedad están relacionadas con que los propietarios puedan monitorear activamente la administración, disminuyendo los conflictos y costos de agencia.

Posteriormente, otros autores buscaron comprobar tal hipótesis, por ejemplo, Mork, Shleifer y Vishny (1988) y McConnel y Servaes (1990), quienes verificaron que una estructura de propiedad concentrada podría mitigar el problema de *freerider*, cuando los administradores detienen el control efectivo de una empresa, por consecuencia de un reducido poder individual de los accionistas, ya que estos últimos tienen, en dicho contexto, una pequeña parcela de la sociedad. El argumento presentado por Mork, Shleifer y Vishny (1988), es que cuando un administrador posee solamente una pequeña parte de las acciones, el mercado disciplina su desempeño e influencia su comportamiento en búsqueda de la maximización del valor de la firma. Por otra parte, un administrador con una considerable parcela de control puede detener un alto poder de decisión e incluso influenciar en la manutención de su empleo y en su remuneración.

Los autores abordan el concepto de la hipótesis de alineamiento o convergencia de intereses, la cual asume que una alta participación en la propiedad por parte de los administradores puede estar asociada a un alto valor de mercado de la empresa; mientras que la hipótesis de atrincheramiento establece que el valor de la firma puede ser negativamente influenciado por una participación significativa de la administración en la propiedad accionaria.

Asimismo, distintos estudios buscaron evaluar la relación entre estructura de propiedad y valor de las empresas no solo en los Estados Unidos, pero también en países de Europa, Asia y en emergentes. Dichas investigaciones fueron importantes al analizar el panorama de la concentración accionaria, y por concluir que pocos son los países caracterizados por estructuras de propiedad difusa, modelo típico de países anglosajónicos.⁷

Autores como Shleifer y Vishny (1997) y La Porta et al. (1999) argumentan que la existencia de grandes accionistas puede ser una alternativa para reducir los costos de agencia en países donde no hay una sólida legislación de protección a los inversionistas.

De acuerdo con el estudio de Shleifer y Vishny (1997), en países como Estados Unidos la ley protege los derechos de algunos inversionistas y los tribunales están relativamente dispuestos a hacer cumplir dicha legislación; por otra parte, en la mayoría de los países del mundo, la ley les concede menos protección y los tribunales no son capaces de garantizar todos los derechos de los inversionistas. En consecuencia, en estos países, la protección legal por sí sola, es insuficiente para garantizar a los inversionistas el cumplimiento de sus derechos.

Se puede sugerir entonces, que en contextos donde predomina una baja protección legal, la existencia de un accionista controlador puede funcionar como señal positiva para el mercado, evidenciando la responsabilidad y el esfuerzo del accionista para impedir desviaciones de recursos; así como un alto nivel de compromiso con la maximización del valor de la compañía. De acuerdo con Okimura (2003), dicha señalización es valorada positivamente por los inversionistas externos, debido a que la evaluación del precio de las acciones está basada en expectativas de expropiación *ex-post*. Si los accionistas controladores expropian el flujo de caja de la empresa, los inversionistas externos van a valorar las acciones con un descuento, reduciendo por consecuencia, el valor de sus acciones. En dicho escenario, es razonable afirmar que los controladores acumularán mayor riqueza con acciones mejor valoradas en el mercado que con la desviación y expropiación de recursos financieros de la firma.

De acuerdo con dicha línea de pensamiento, la presencia de accionistas controladores cumple un importante rol en el monitoreo de la gestión de la compañía, siendo, por lo tanto,

⁷ De acuerdo con Shleifer e Vishny (1997), en la mayoría de los países, incluyendo los europeos como Italia, Finlandia y Suecia, así como los latinoamericanos, los del Este Asiático y africanos, las corporaciones típicamente tienen accionistas controladores, que son en general, los fundadores o sus descendientes. A su vez, La Porta et al. (1999) investigó la estructura accionaria de 27 países de economía rica (basada en la utilidad *per cápita*) y, excepto en países con una legislación muy fuerte de protección a los accionistas, pocas son las firmas con capital disperso.

una herramienta fundamental no solo para los accionistas, también para los inversionistas externos y demás *stakeholders*.

Sin embargo, la concentración accionaria también puede resultar en efectos negativos para la empresa, en el caso que los intereses de los accionistas controladores no estén alineados a los intereses de los minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 1999; Bebchuck et al., 1999). Esto ocurre en la medida que grandes accionistas, al detener el control de la firma, toman decisiones a favor de su beneficio propio en detrimento a los intereses comunes de todos los accionistas. Además, es razonable afirmar que, a pesar de que los beneficios se destinan, en gran parte, a los controladores, los costos son repartidos entre todos los accionistas, de forma proporcional a su participación; resultando por lo tanto, en la expropiación de los minoritarios. Por ende, se concluye que los controladores pueden acumular una ganancia superior a la que sería justa, teniendo en cuenta su parcela en la propiedad de la compañía.

La expropiación de los minoritarios es más evidente en escenarios donde predomina una protección legal débil para los inversionistas (principalmente los minoritarios) y un bajo nivel de *enforcement*; una vez que, como ya se ha mencionado, en estos escenarios predominan empresas con estructuras de propiedad más concentradas y grandes accionistas a cargo de la administración de las compañías.

La expropiación por parte de los grandes accionistas puede darse de distintas formas, como enumeran Dami, Rogers y Ribeiro (2007): (i) autonombramiento en puestos directivos privilegiados y nombramiento de familiares y de personas que garanticen su interés; (ii) asignación de sueldos; (iii) pago o recibo de altos *precios de transferencia* para empresas de las que son propietarios; (iv) transferencia de acciones con descuento; (v) *insider trading*; (vi) utilización de activos de la empresa como garantía en transacciones personales; y (vii) solicitud de préstamos de recursos a la empresa de forma a obtener ventajas comerciales.

Además de estas formas, se mencionan (Dami, Rogers y Ribeiro, 2007) algunas maneras de expropiación por la ineficiencia; es decir, por la práctica de subinversión (Jensen y Meckling, 1976). La razón, detrás de esta premisa, es que los accionistas controladores, por tener alta parcela de la propiedad de la empresa, van a defender proyectos menos riesgosos con el objetivo de proteger sus intereses y su riqueza. Dicha postura, al volverse excesivamente conservadora y prudente, puede resultar en la implementación de proyectos que no sean eficientes desde el punto de vista de la maximización de la riqueza.

Igualmente, Rossetti y Andrade (2012) afirman que la relación entre propiedad y beneficios privados puede llevar grandes inversionistas a beneficiarse de retornos a través de instrumentos que les aseguren el control corporativo. Los más comunes son (i) la emisión de acciones con derecho a voto limitado o sin derecho a voto; (ii) la propiedad cruzada de dos o más empresas, dificultando la pérdida de control; y (iii) la estructura piramidal, a través de *holdings* que, a su vez, poseen la propiedad de la empresa objeto de control⁸. Es importante añadir que los instrumentos citados permiten que un accionista tenga el control de la compañía sin poseer la mayoría de los derechos del flujo de caja o deteniendo solamente una pequeña parcela del capital.

Bebchuck et al. (1999), muestran en su estudio que sociedades con dichas estructuras societarias – distintas clases de acciones, estructuras piramidales o propiedad cruzada – tienen el potencial de crear altos costos de agencia; siendo incluso, de mayor magnitud que los relacionados con las empresas con accionistas que detienen la mayoría de los derechos de flujo de caja. Además, sugieren que estos costos de agencia pueden exceder los costos en empresas con estructuras de capital muy apalancadas.

Shleifer y Vishny (1997) argumentan que grandes inversionistas pueden tratarse a sí mismos de forma beneficiosa, a expensas de otros inversionistas y/o empleados. La probabilidad de que esto ocurra es mayor si sus derechos de control son significativamente superiores a sus derechos de flujo de caja, situación fácilmente identificada en estructuras piramidales; o sea, cuando hay un alejamiento sustancial del principio *una acción, un voto*. De igual modo, La Porta et al. (1999) afirman que accionistas controladores, en general, tienen un control sobre las firmas considerablemente superior a sus derechos sobre el flujo de caja; no solo porque controlan las empresas por estructuras piramidales, también porque administran las empresas que poseen el control. Al cumplir el rol de administradores, pueden no solo aumentar el monitoreo de la gerencia, a la vez, utilizar su poder para expropiar los accionistas menos representativos.

Claessens et al. (2002) resumen los efectos positivos y negativos de la concentración, en la hipótesis de alineamiento (o convergencia) de intereses y la hipótesis de atrincheramiento.

De acuerdo con los autores, la hipótesis de alineamiento de intereses, formulada inicialmente por Jensen y Meckling (1976), predice un aumento en el valor de mercado de las

⁸ Para mayor información ver Bebchuck et al. (1999).

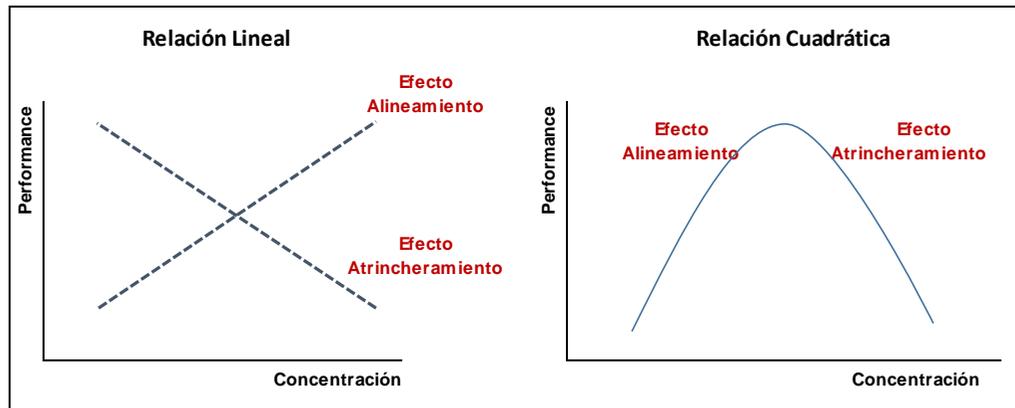
empresas, en el caso que haya un incremento en el porcentaje de acciones detenida por los administradores. Así, en el efecto alineamiento, en la medida en que aumenta la participación en acciones detenida por el controlador, incrementan también los incentivos para el monitoreo y los costos de expropiación. Como ya se ha mencionado, al poseer una parte relevante en el capital de la firma, el controlador se compromete en no desvalorizar los activos de la compañía, ya que esto podría resultar en una disminución de su riqueza; lo que representaría un alto costo al compararlo con los beneficios privados de la expropiación.

Por lo tanto, mientras que dicha hipótesis establece que el alineamiento de intereses contribuye para la reducción de los costos de agencia, y por ende, un aumento en el valor de la compañía dado el beneficio de la concentración de la propiedad; la hipótesis de atrincheramiento sugiere exactamente lo opuesto.

Formulada a partir de los hallazgos de Demsetz (1983) y Fama y Jensen (1983) y, más tarde, presentada por Mork et al. (1988), la hipótesis de atrincheramiento establece que el aumento de la participación del accionista controlador en el capital de la empresa resulta en un menor desempeño y valor de la compañía. Conforme dicha teoría, un incremento en la propiedad y en la parcela de votos del controlador hace que él esté menos sujeto a las decisiones del directorio y al mercado de fusiones y adquisiciones, permitiendo la expropiación de riqueza para beneficio privado; mientras que los costos son repartidos entre todos los demás accionistas (Dami, Rogers y Ribeiro, 2007). Además, conforme a lo ya expuesto y citado por Saito y Silveira (2008), el accionista controlador puede influenciar en decisiones que le traiga beneficios particulares, como la permanencia en su puesto, aumento de sueldo, nombramiento de familiares en puestos de la compañía, entre otros. Por consecuencia, los activos de la firma pueden desvalorizarse en el caso que el gestor esté expuesto a un ambiente sin mecanismos de control y disciplina de mercado.

En resumen, mientras que la hipótesis de alineamiento o convergencia de intereses sugiere una relación positiva entre el porcentual de acciones en posesión de los administradores y el valor de la firma, la hipótesis de atrincheramiento predice que el valor de la empresa puede ser negativamente impactado por una alta concentración. Dicho entendimiento puede ser ilustrado en la Figura 2, elaborada por Dami, Rogers y Ribeiro (2007).

Figura 2 – Efectos alineamiento y atrincheramiento



Fuente: Damí, Rogers, Ribeiro (2007)

2.2.2 Estructura de propiedad como variable endógena⁹

La teoría alrededor de las consecuencias de la concentración de propiedad y sus efectos en el valor de la empresa ha sido estudiada desde 1932, con los hallazgos de Berle y Means. A pesar de muchos autores dividirse en cuanto a efectos positivos y negativos en el valor de las compañías, todas parten del principio que la concentración es una variable exógena, es decir, ejerce alguna influencia sobre el desempeño corporativo. De acuerdo con Okimura (2003), a pesar de que varios estudios trataron los efectos de la endogeneidad, todavía, dichos efectos no tuvieron un impacto relevante en los resultados empíricos.

Sin embargo, a partir del estudio desarrollado por Demsetz y Lehn (1985), empezó a surgir una nueva corriente teórica opuesta a las investigaciones ya existentes. Dicha teoría caracterizaba la concentración de la propiedad como una variable endógena, o sea, influenciada por distintos atributos corporativos, por ejemplo, el tamaño de la firma, riesgo y reglamentación de la industria.

Okimura, Silveira y Rocha (2007) afirman que varios son los cuestionamientos alrededor de la concentración de propiedad como variable exógena, o independiente. Entre ellos, se puede mencionar el caso de que grupos de inversionistas (internos o externos) pueden seleccionar sus carteras de inversión basándose en el desempeño de las empresas y optando por las más rentables; así, la estructura de propiedad sería directamente afectada, es decir,

⁹ Se entiende por variable endógena o dependiente aquella generada dentro de un modelo y cuyo valor se determina por alguna de sus relaciones. Al contrario, la variable exógena o independiente es la que influye un modelo sin ser afectado por ellas, y cuyos valores y métodos de generación no se especifican por el modelo.

el desempeño de las empresas influenciaría la variable de concentración y no el revés. Retomando a Demsetz y Lehn (1985), los autores argumentan que la causalidad de variables de estructura de propiedad en el desempeño de las empresas sería espuria. Lo anterior se debe a que, la decisión del accionista de cambiar la estructura de propiedad de una empresa – pasando de concentrada a dispersa y reducir el poder de monitoreo de los administradores – sería a partir de un *trade-off* entre disminuir el monitoreo y obtener una reducción en el costo de capital, entre otros beneficios.

Dado dicho contexto, Demsetz y Lehn (1985) desarrollaron un estudio empírico buscando testear la hipótesis de que la concentración es una variable influenciada por distintas características de la firma. Los principales atributos corporativos evaluados fueron el tamaño de la firma, el potencial de la riqueza – también denominado potencial de control o riesgo – y la reglamentación de la industria.

Los principales hallazgos de Demsetz y Lehn (1985) con respecto a dichos atributos fueron:

- Tamaño de la firma: los autores identificaron una relación negativa entre el tamaño de la firma y la concentración. Esta relación se explica dado que cuanto mayor es el tamaño de la empresa, mayor es la necesidad de recursos de capital y, en general, mayor será el valor de mercado de una fracción de la propiedad de la compañía. Considerando que un alto valor de la propiedad reduce el grado de concentración, para una firma de mayor tamaño se requiere una menor parcela de acciones para detener el control.

Demsetz y Villalonga (2001) afirman que cuanto mayor es el tamaño de la empresa, mayor es la necesidad de capital para que el inversionista adquiera el control de la firma. Por lo tanto, el tamaño de la firma influencia de forma inversa la concentración de la propiedad; ya que cuanto mayor es su tamaño, menor es la posibilidad de que una gran parte de la propiedad sea detenida por un accionista controlador.

- Potencial de Control: fue verificada una relación positiva o cuadrática levando en cuenta que un mayor potencial de control puede provocar mayor concentración de la propiedad. De acuerdo con los autores, el potencial de control es la riqueza obtenida a través de un monitoreo de la administración por parte de los accionistas de la empresa. Así, empresas que operan en mercados caracterizados por estabilidad en los precios, tecnología, valor de acciones, entre otros, el monitoreo

en general ocurre a un menor costo. Al paso que en ambientes más impredecibles el monitoreo se vuelve más costoso y complejo. Así, cuanto mayor la incertidumbre del ambiente que involucra la empresa, mayor son los gastos de monitoreo de los accionistas, resultando en una mayor concentración de la propiedad.

- Reglamentación de la industria: los resultados indicaron una relación negativa entre la reglamentación y el nivel de concentración de la propiedad. Conforme los autores, dicha relación puede ser comprendida con el argumento que una reglamentación de la industria puede restringir/limitar las opciones de inversión disponibles para los accionistas. Además, industrias reguladas ya estarían bajo cierto monitoreo por parte de los agentes reguladores. Así, estos efectos podrían contribuir e influenciar para una reducción en la concentración de la propiedad.

Después del trabajo de Demsetz y Lehn (1985) otros autores igualmente buscaron testear los distintos efectos que podrían influenciar en una mayor o menor concentración de propiedad de la firma. Se destacan en este escenario, los estudios de Pedersen y Thomsen (1997), Cho (1998), Himmelberg et al. (1999) y Demsetz e Villalonga (2001). Dichos autores utilizaron distintas técnicas econométricas e incluso evaluaron otras variables que influyen la estructura de propiedad; por ejemplo, la estructura de capital y factores específicos de cada país, como legislación y características del mercado de capitales.

A continuación se presentan algunos estudios sobre estructura de propiedad, que sirvieron como base teórica y metodológica para este trabajo.

3. EVIDENCIA EMPÍRICA Y DESARROLLO DE HIPÓTESIS

3.1 Evidencia empírica internacional

Como se expuso, las investigaciones empíricas en torno a la estructura de propiedad empezaron con Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976). Dichas investigaciones analizaron la estructura de propiedad de empresas norteamericanas y concluyeron que la concentración accionaria es benéfica para la evaluación de las corporaciones, puesto que el monitoreo puede ser más eficiente y menos costoso.

Morck, Sheleifer y Vishny (1988) buscaron comprobar la teoría de Jensen y Meckling (1976), al testear uno de sus principales supuestos, que el valor de la firma aumenta a una mayor posesión de acciones por parte de los administradores, considerando la convergencia de intereses entre ejecutivos y accionistas y los menores costos de agencia esperados. El estudio fue realizado con datos de 371 grandes empresas pertenecientes al *Fortune 500*¹⁰ en el año 1980, utilizando regresión múltiple estimada por mínimos cuadrados ordinarios. Además, para medir el valor de las empresas, los autores utilizaron la Q de Tobin, lo que fue considerado una innovación metodológica. Entre los resultados más importantes, los autores encontraron una relación no lineal entre el porcentual de acciones detenidas por los administradores y el valor de mercado de las compañías evaluadas. Dicha relación era positiva para una concentración de hasta el 5%, negativa entre el 5% y el 25% y nuevamente positiva (a una menor intensidad) para concentraciones superiores al 25%. Morck, Sheleifer y Vishny (1988), por lo tanto, encontraron evidencias del efecto alineamiento y también del atrincheramiento en su investigación.

De acuerdo con Saito y Silveira (2008), varios trabajos surgieron teniendo como base el estudio de Morck et al. (1988); por ejemplo, McConnel y Servaes (1990) quienes también hallaron una relación no lineal significativa en sus resultados. Los autores evaluaron 1.173 empresas listadas en el mercado norteamericano en el año 1976 y 1.093 empresas en 1986 y utilizaron la Q de Tobin como medida de valor. Encontraron evidencias que el valor de la empresa aumenta hasta que el porcentaje de acciones en posesión de los administradores llegue aproximadamente al 40% (efecto alineamiento); después, la curva presenta una reducción, es decir, la Q de Tobin se reduce significativamente con la concentración (efecto

¹⁰ *Fortune 500* es una lista publicada anualmente por la revista Fortune conteniendo las 500 mayores empresas estadounidenses de capital abierto, según su volumen de ventas.

atrincheramiento). Las conclusiones del estudio también fueron compatibles con el trabajo de Stulz (1988), que desarrolló un modelo en el cual el valor de mercado de la empresa en principio aumenta, y luego disminuye con la concentración de acciones en manos de los administradores.

A su vez, el estudio de Claessens et al. (2002) introduzco el concepto de la separación entre los derechos de control y los derechos de flujo de caja. Dicho concepto está relacionado con los varios instrumentos utilizados para asegurar el control corporativo, es decir, acciones sin derecho a voto, estructura piramidal y propiedad cruzada. Los autores investigaron el efecto alineamiento y el atrincheramiento de 1.301 compañías asiáticas y verificaron que el valor de las firmas aumenta con la concentración del flujo de caja del principal accionista – consistente con el efecto alineamiento de intereses –, pero disminuye cuando el derecho de control del mayor accionista es superior al derecho de flujo de caja; confirmando por ende, la hipótesis de atrincheramiento. Fueron utilizadas técnicas de regresión y el ratio Market-to-Book para medir el valor de las firmas. Es importante añadir que en estudios previos (Claessens, Djankov y Lang, 2000), los autores verificaron que dos tercios de las compañías del Este Asiático son controladas por un único accionista, además de presentar una significativa divergencia entre el derecho de control y el derecho de flujo de caja.

Los hallazgos de Claessens et al. (2002) fueron complementarios al estudio de Morck, Stangeland y Yeung (2000), quienes concluyeron – utilizando muestra de datos de empresas canadienses – que estructuras de propiedad concentradas dificultan el crecimiento, corroborando la hipótesis de atrincheramiento. Igualmente, complementa la investigación hecha por La Porta et al. (2002), que documentó que empresas de países con baja protección a los inversionistas, tienden a presentar estructuras más concentradas y un menor valor de mercado, evidenciando la expropiación de los accionistas minoritarios por los controladores. Dicho estudio, basado en datos de 371 grandes empresas de 27 países económicamente desarrollados, ratificó el concepto de la importancia de la protección al inversionista para el desarrollo del mercado financiero.

La expropiación de los accionistas minoritarios también fue estudiada por Lemmon y Lins (2003), quienes utilizaron datos de 800 empresas de países del Este Asiático, con el objetivo de evaluar los efectos de la estructura de propiedad en el comportamiento de los retornos de acciones durante la crisis, iniciada en julio de 1997. Los resultados indicaron que la crisis asiática tuvo un impacto negativo en las oportunidades de inversión de dichos mercados, incentivando la expropiación de los accionistas minoritarios. En el periodo de crisis,

los retornos de acciones de empresas con una significativa separación entre los derechos de control y de flujo de caja fueron menores que los comparados con los retornos de acciones de otras compañías.

En otro estudio, Lins (2003) concluyó que los valores de las empresas de mercados emergentes son menores cuando existe separación entre control y propiedad, indicando la expropiación de accionistas no controladores. El autor analizó 1.448 empresas en 18 mercados emergentes, constatando que la separación entre control y propiedad tiene un efecto negativo más relevante en países con menos protección legal a los inversionistas.

A su vez, Silveira (2004) al mencionar los hallazgos de Fuerst y Kang (2004), afirmó que dichos autores realizaron un test buscando evaluar si la presencia de grandes accionistas en empresas listadas en el mercado norteamericano, fomenta tanto una mayor generación de riqueza, indicada por un mejor desempeño; así como la distribución de dicha riqueza, indicada por el precio de las acciones. Entre los resultados obtenidos se concluyó por una parte, que grandes accionistas representan un impacto positivo en el desempeño de la empresa; por otra parte, generan un efecto adverso en el precio de las acciones.

Meca y Ballesta (2011) estudiaron el mercado español y aplicaron regresiones por mínimos cuadrados ordinarios (OLS) y por mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) en el período de 1999 hasta 2002. Los resultados indicaron la existencia de una relación cuadrática entre la participación accionaria de los grandes propietarios y la Q de Tobin. El aumento de la concentración incrementó el valor de mercado hasta cuando la participación alcanzó el 60%, y a partir de este monto empezó a disminuir.

No obstante, otra línea de investigación planteó la hipótesis de que la estructura de propiedad no sería un factor determinante del valor de las empresas; sino una variable influenciada por distintos atributos de las compañías. Dicho argumento fue presentado por Demsetz y Lehn (1985), quienes confirmaron que la concentración de acciones es influenciada por el tamaño de la empresa (efecto negativo), potencial de control (efecto positivo) y regulación de la industria (efecto negativo). Además, utilizando la técnica de estimación por mínimos cuadrados ordinarios, los autores no encontraron evidencia significativa entre la concentración accionaria y la performance de empresas, medida a través del ratio de utilidad (*accounting profit rate*). Dichos resultados fueron obtenidos a partir de datos de 511 empresas norteamericanas en el año de 1980 y demostraron argumentos contrarios a las teorías planteadas por Berle y Meas (1932) y Jensen y Meckling (1976).

Posteriormente, Pedersen y Thomsen (1997) buscaron comprobar los hallazgos de Demsetz y Lehn (1985) para el contexto europeo. Los autores replicaron el modelo utilizando una muestra de datos de empresas de 12 países de Europa, referente al año de 1990, encontrando resultados semejantes.

Himmelberg, Hubbard y Palia (1999), utilizando datos de panel, también buscaron ampliar el estudio de Demsetz y Lehn (1985), agregando nuevas variables corporativas para explicar, de forma endógena, la variación de la estructura de propiedad, tales como tasa de inversión, intensidad de capital, publicidad, investigación y desarrollo, flujo de caja, entre otras. De la misma forma, los autores concluyeron que la estructura de propiedad no presenta un impacto relevante en el desempeño de las empresas.

Demsetz y Villalonga (2001), a su vez, también encontraron resultados consistentes con la hipótesis que la estructura de propiedad es determinada por atributos de las empresas. Los autores consideraron la estructura de propiedad como variable endógena, utilizada para representar el conflicto de interés en dos dimensiones distintas: (a) la fracción de acciones detenida por la administración; y (b) la fracción de acciones en poder de los cinco mayores accionistas. Las evidencias corroboran el entendimiento que la estructura de propiedad es endógena y no afecta la performance de las compañías.

Según Silveira (2004), técnicas econométricas más sofisticadas fueron propuestas por Cho (1998), al afirmar que la estructura de propiedad debería influenciar las decisiones sobre las inversiones; lo que a su vez contribuye al cambio de valor de la firma. En principio, el autor utiliza el método de mínimos cuadrados ordinarios y verifica un significativo impacto de la concentración accionaria (utilizada como variable independiente) sobre las inversiones (aproximados por las inversiones de capital y *R&D* – investigación y desarrollo). A continuación, Cho (1998), a través de regresiones de ecuaciones simultáneas, considera la estructura de propiedad una variable endógena. Los resultados confirman que las relaciones ocurren en el sentido contrario; es decir, son las inversiones que influyen el valor de la empresa y es el valor de la empresa que afecta la estructura de propiedad.

A continuación, será presentado el contexto de la estructura de propiedad en países latinoamericanos, así como evidencias empíricas de estudios realizados, utilizando como base de datos empresas de esta región.

3.2 Contexto en Latinoamérica y desarrollo de hipótesis

Antes de analizar la estructura de propiedad en Latinoamérica, es importante mencionar algunas características de la economía regional, así como del modelo de gobierno corporativo latinoamericano. De acuerdo con Rossetti y Andrade (2012) dichas características fueron resumidas en el *White Paper* sobre gobierno corporativo publicado por la OCDE en 2003¹¹, las cuales son: (i) privatización de los mercados desde los años 80; (ii) concentración patrimonial elevada, ya que la mayoría de las empresas tienen el control en manos de grupos familiares; (iii) fuerte influencia de los grandes grupos financieros e industriales en el desarrollo privado de Latinoamérica; (iv) reestructuración del sistema financiero con la reducción de la presencia estatal y el aumento de la participación de bancos internacionales; (v) aumento de la internacionalización de los mercados y adopción de modelos híbridos de gobierno corporativo por parte de multinacionales, incorporando las prácticas adoptadas en los países de la matriz; (vi) migración de empresas a mercados más sólidos, como el de *American Depositary Receipt* (ADR) en los EE.UU., haciendo necesaria la adaptación a las reglas impuestas por la SOX y a las prácticas más avanzadas de gobierno corporativo; (vii) presencia de fondos de pensión y de inversión que cumplen el rol de los principales inversionistas contribuyendo al desarrollo del gobierno corporativo local, ya que dichas entidades poseen un importante papel en la administración y control de las compañías; y (viii) tienen como base jurídica el Código Civil francés, con aspectos comunes en lo que se refiere a interpretación de leyes y grado de *enforcement*.

Además, Rossetti y Andrade (2012) destacan que la principal forma de *funding* de las empresas es a través de préstamos de largo plazo. Los mercados están caracterizados por alta volatilidad y baja liquidez; a su vez, prevalece el modelo de gobierno corporativo con foco en los intereses de los accionistas, siendo los mecanismos internos los más representativos. Las compañías latinoamericanas aún tienen muy poca relevancia en el mercado mundial; los autores comparan las empresas de Latinoamérica con las del Asia emergente y verifican que con excepción del valor medio de mercado por compañía, los demás indicadores evaluados

¹¹ Dicho documento fue elaborado basado en las discusiones del *Roundtable* sobre gobierno corporativo, la cual se organiza a través de la cooperación entre la OCDE, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional (*International Finance Corporation*) y socios clave regionales de los sectores público y privado. Entre los participantes de la *Roundtable*, están los formadores de políticas socio-económicas, reguladores, líderes corporativos, inversionistas, organizaciones laborales, organizaciones no gubernamentales y organizaciones multilaterales con interés y experiencia en el área.

(cantidad de empresas, *market cap* en relación al PIB y porcentual de empresas cotizadas en Bolsa) muestran que las empresas asiáticas son más representativas.

En relación con la estructura de propiedad, los autores resaltan la alta concentración de la propiedad, con el control privado en manos de grupos familiares o consorcios. Sobre la gestión de las compañías, en general es ejercida por los accionistas mayoritarios, además la identidad de los controladores ha cambiado en los últimos años con el aumento de la participación extranjera. Estructura piramidal, propiedades cruzadas y acciones sin derecho a voto son prácticas comunes en los países latinoamericanos. En cuanto a emisiones de acciones sin derecho a voto, en Chile y en Colombia se observa una baja ocurrencia de dicho instrumento de control, mientras que en Brasil es bastante común.

El trabajo de Lefort (2003) menciona la alta separación de propiedad y control en empresas latinoamericanas. El autor ejemplifica con un alto porcentual de empresas con acciones sin derecho a voto (promedio de 34%, sobresale Brasil con el 87%) y un alto porcentaje de empresas con estructura piramidal (promedio de 79%).

Lefort (2003) señala que a pesar del alto número de privatizaciones ocurridas en la región en los últimos años, el Gobierno continúa siendo un importante accionista en grandes compañías; además, debido al aumento de las fusiones y adquisiciones, una representativa parcela del capital de las empresas fue transferida a compañías extranjeras.

Considerando la alta concentración de la propiedad, es razonable inferir que el principal conflicto de agencia en la región ocurre entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Este escenario está fuertemente relacionado con la débil protección legal concedida a los inversionistas menos representativos. Dado dicho contexto, también se observa una superposición de la propiedad y el control, una vez que la mayoría de los miembros del directorio está vinculada a los controladores, sea por relación familiar o por intereses personales. Para Lefort (2003), dicha característica contribuye a que los directorios de las empresas latinoamericanas no cumplan su rol de manera adecuada, como ocurre en los EE.UU. y Reino Unido; en otras palabras, desempeñan una función de consultores de los gerentes, no tienen un número representativo de miembros independientes y pocos son los comités de asesoramiento¹².

¹² Más información sobre el panorama de la estructura de propiedad y gobierno corporativo en Latinoamérica, ver Lefort, F. (2003). Estructura de propiedad y gobierno corporativo en los países latinoamericanos: un panorama empírico. White Paper sobre gobierno corporativo en América Latina. Paris: Editions de l'OCDE.

Por otra parte, considerando la ausencia de consenso en la literatura con relación a los aspectos positivos o negativos de la concentración, no se puede afirmar que la concentración de la propiedad representa un indicador negativo del gobierno corporativo, una vez que puede contribuir para el monitoreo y control efectivo de la compañía. El dilema es saber si dicha característica de la propiedad es benéfica no solo para generación de la riqueza, como para la distribución justa entre todos los accionistas (Rossetti y Andrade, 2012).

Dado lo anterior, algunos estudios empíricos buscaron comprobar el efecto de la estructura de la propiedad en el desempeño de compañías latinoamericanas. Benavides (2005) investigó dichos efectos en cinco países de Latinoamérica – Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela – a través de la técnica de panel de datos de 532 empresas, desde 1999 hasta 2003. Inicialmente el autor, asumiendo independencia entre las variables, encontró un efecto positivo de la concentración en el desempeño (medido por los indicadores ROE y ROA), confirmando el alineamiento de intereses; pero, al tomar en cuenta la simultaneidad de las variables, dicho efecto se revierte, demostrando atrincheramiento. Benavides (2005) sugiere que el efecto negativo de la concentración sobre el desempeño contable es bastante razonable para los países de la muestra, dadas las características de alta concentración y poca movilidad de la propiedad.

Con relación a los estudios realizados con empresas brasileras, es importante resaltar que la relación entre concentración de propiedad y el desempeño de las compañías es, en la mayoría de los casos, analizada tomando en cuenta la existencia de acciones sin derecho a voto, dado que es una práctica común en Brasil. Así, Zolini (2008) utilizó una muestra de datos de 50 empresas brasileras integrantes de la Bovespa, desde 2002 hasta 2006 y a través del método de estimación por mínimos cuadrados ordinarios, encontró los siguientes resultados: (i) relación positiva entre concentración de acciones con y sin derecho a voto – concentración total del capital – con el valor (Q de Tobin) y desempeño (Utilidades Netas/Patrimonio Neto) de las empresas, indicando por lo tanto el efecto alineamiento; y (ii) relación negativa entre concentración de acciones con derecho a voto – concentración del capital votante – con el valor y desempeño de las empresas, confirmando la expropiación de los minoritarios y el efecto atrincheramiento. Los resultados fueron más significativos con la variable de desempeño que con la variable de valor y los modelos fueron desarrollados con ecuaciones de tipo lineal y cuadrática; siendo que los resultados hallados, con la relación lineal, presentaron mayor significancia.

Okimura (2003) también consideró las distintas clases de acciones en su investigación y encontró que el exceso de poder de votos del accionista controlador influencia negativamente las variables de valor (Q de Tobin y Valor de la Firma/Activo Total); por otra parte, verificó una influencia positiva en las variables de desempeño (Utilidad Operacional/Activo Total y EBITDA/Activo Total). En relación al total de la concentración de acciones en poder del controlador, el modelo presentó una relación lineal negativa con las variables de valor, lo que corrobora la hipótesis atrincheramiento, mientras que no encontró significancia con las variables de desempeño. Dichos resultados demuestran que la percepción del mercado y de los inversionistas parece ser más evidente que el desempeño económico de las firmas. El autor analizó empresas brasileras no financieras cotizadas en Bovespa en el periodo de 1998 hasta 2002, utilizando el método de mínimos cuadrados ordinarios; además, dicho estudio también investigó la endogeneidad de la variable de concentración de la propiedad siguiendo los presupuestos de Demsetz y Lehn (1985). Aunque el autor no encontró evidencia significativa suficiente para sostener la hipótesis de que la estructura de propiedad es influenciada por distintos atributos de la compañía, sí logró verificar que es una variable exógena y determinante del valor de las empresas.

Más recientemente, Caixe y Krauter (2013) hallaron una relación cuadrática entre el total de acciones en poder del principal accionista y el valor de mercado de las empresas (Q de Tobin y *Entreprise Value*/Activo Total). Los autores evaluaron 237 empresas brasileras no financieras cotizadas en Bolsa, desde 2001 hasta 2010, y utilizaron modelos dinámicos de regresión, estimados por el método del momento generalizado sistémico (MMG-Sis).

A su vez, Garcia y Martins (2014) utilizaron en su trabajo medidas de desempeño contable-financiero, como el ROA y el ROE para investigar la relación con la estructura de propiedad de 332 empresas brasileras no financieras cotizadas en bolsa, en el período de 2008 hasta 2012. Los resultados encontrados se mostraron inconclusos, una vez que la relación entre la concentración total de acciones y la concentración de acciones con derecho a voto con el ROE, se mostró negativa; mientras que con el ROA, la relación fue positiva.

Larrain y Tapia (2013) estudiaron el mercado chileno con datos desde el año 1990 hasta el 2009, empleando regresiones lineales, cuadráticas y cúbicas. Los autores encontraron una relación no lineal y significativa entre la concentración de propiedad y el valor de la empresa, considerando el tamaño de la firma, el apalancamiento y la divergencia de los derechos de flujo de caja y derechos de control.

Con relación a la endogeneidad, una de las verificaciones desarrolladas en el estudio de Silveira (2004) también indicó que no hay evidencias que la estructura de propiedad es una variable endógena para el caso de las empresas brasileras. Por otra parte, Siqueira (1998) analizó 278 compañías brasileras y verificó que el grado de concentración accionaria es influenciado por la reglamentación del mercado, por el tamaño de la firma y por la estructura de capital, confirmando por ende la teoría de Demsetz y Lenh (1985). El autor también verificó un efecto negativo de la concentración de propiedad en el desempeño de las empresas; aunque dichos resultados se mostraran con baja significancia estadística.

En el escenario mexicano, Espinosa, Alfaro y Ponce (2011) analizaron 31 empresas no financieras que cotizan en la bolsa de valores de México, entre 1990 y 2008. Los autores no hallaron evidencias significativas entre la concentración de la propiedad e indicadores de desempeño; además, no se encontró relación entre la concentración y las utilidades, lo que fortalece los argumentos de Demsetz y Lehn (1985). Lo mismo fue verificado en Chile por Méndez y Villanueva (2010), que evaluaron 12 empresas chilenas emisoras de ADR para el período de 1998 hasta 2007; los autores no encontraron una relación significativa entre estructura de propiedad y desempeño de las empresas, sugiriendo que la concentración de propiedad es independiente del desempeño de la firma.

Con base en lo anterior, se puede concluir que no hay consenso en la literatura académica con relación a la endogeneidad de la variable estructura de propiedad; además, los estudios empíricos que la consideraron exógena, también divergen en cuanto a los impactos positivos (efecto alineamiento) y negativos (efecto atrincheramiento) generados en el desempeño de las empresas.

Sin embargo, considerando que parte de los estudios mencionados no encontraron evidencias significativas que corroboren la hipótesis de que la estructura de propiedad es una variable endógena, es decir, influenciada por características corporativas, el presente trabajo parte del principio que la concentración accionaria es exógena, y por lo tanto, ejerce influencia en el valor y desempeño de las empresas.

H1: Existe relación entre la estructura de propiedad y el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas cotizadas en Bolsa.

Teniendo en cuenta que los resultados de algunos trabajos empíricos que confirman el efecto negativo de la concentración de propiedad en el valor y desempeño de las compañías; y dado el contexto latinoamericano caracterizado por la alta concentración de propiedad, la

débil protección a los inversionistas y el bajo grado de *enforcement*, este estudio busca confirmar la expropiación de los accionistas minoritarios, indicada por el efecto atrincheramiento.

H2: Hay una relación significativa y negativa entre la estructura de propiedad y el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas cotizadas en Bolsa.

Así, esta investigación tiene como objetivo evaluar el impacto de la estructura de propiedad en el valor y en la performance de las empresas no financieras latinoamericanas – Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú –, entre el 2011 y el 2014.

Es importante añadir que el presente estudio contribuye a incrementar los conocimientos acerca del tema, siendo fundamental para el desarrollo de las discusiones científicas en el mercado latinoamericano. Además, a pesar de los diversos estudios que han sido desarrollados buscando evaluar la relación entre la concentración y el valor de las compañías, principalmente las norteamericanas, todavía dichas investigaciones son enfocadas en la propiedad de los administradores. Es así que, en países donde predominan grandes accionistas como controladores y, donde los niveles de concentración son relativamente altos, la cantidad de estudios empíricos que abordan este tema es aún escasa (Larrain y Tapia, 2013); lo que corrobora la relevancia de este trabajo.

4. METODOLOGÍA

4.1 Datos y definición de variables

La muestra del presente estudio se obtuvo a partir de Thomson Reuters Eikon y contiene información de empresas no financieras de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, que cotizan en la bolsa de valores de sus respectivos países. El período analizado fue desde los años 2011 hasta 2014.

Con el objetivo de evitar posibles distorsiones en los resultados, se eliminó de la base las empresas cuyo principal accionista tenía menos que 2% de participación accionaria así como las empresas que no tenían información acerca de sus activos y deudas y las empresas con el patrimonio neto negativo. Finalmente, fueron eliminados el 1% superior e inferior de la distribución para cada una de las variables. La base de datos final representa por lo tanto un panel no balanceado, de 2.031 observaciones de 729 empresas latinoamericanas.

Las variables utilizadas en este trabajo están presentadas a seguir y listadas en la Tabla 2 a continuación.

Estructura de propiedad

No hay consenso en los estudios empíricos sobre la variable más adecuada para medir la estructura de propiedad. Algunos trabajos han utilizado el índice de Herfindahl¹³ o la suma del monto de acciones retenidas por los mayores inversionistas (en general, los cinco mayores). Sin embargo, de acuerdo con Okimura (2003), otros autores, principalmente los que analizan economías emergentes, utilizan solamente el porcentual de acciones en posesión del principal accionista. La causa se sustenta en la predominancia de la concentración de la propiedad de dichos mercados. De esta manera, en el presente trabajo fue considerada la siguiente variable para medir la concentración:

- Concentración de propiedad o concentración de los derechos sobre el flujo de caja (*P1*): Equivale al porcentual total de acciones detenidas por el principal accionista. Es importante añadir que se trata de la concentración del principal accionista directo de la

¹³ De acuerdo con Demsetz y Lehn (1985), el índice de Herfindahl es definido por $\log [\% \text{concentración} / (100 - \% \text{concentración})]$.

empresa, no siendo analizadas las estructuras de control indirectas, propiedades cruzadas o estructuras piramidales.

De acuerdo con Larrain y Tapia (2013), una de las formas de investigar la relación entre concentración y valor es a través de regresiones; para ello utilizan la Q de Tobin como variable dependiente. En la literatura, dichas regresiones analizan principalmente los efectos de la propiedad de los administradores en el valor de las compañías. Tal y como se mencionó anteriormente, algunos autores encontraron una relación lineal entre valor y concentración, otros una relación cuadrática y algunos otros autores una relación lineal por intervalos (*piecewise linear*) u otras formas de funciones¹⁴. Los autores afirman que la literatura enfocada en la propiedad de grandes accionistas también estudia regresiones similares. Adicionalmente, los autores sugieren de que aún cuando la relación cuadrática es una buena forma de aproximación, la relación cúbica puede presentar una mayor flexibilidad para el modelo.

Considerando lo anterior, con el objetivo de investigar los efectos cuadráticos y cúbicos de la relación entre concentración accionaria y valor de las empresas latinoamericanas, el presente trabajo también utiliza las siguientes variables para medir la concentración:

- $(P1)^2$ y $(P1)^3$: Equivalen al porcentual total de acciones detenidas por el principal accionista, elevado a la potencia cuadrática y cúbica.

Valor de la empresa

- Q de Tobin (*qtob*): Se utilizó como *proxy* para medir el valor de la empresa la Q de Tobin, variable frecuentemente utilizada en la literatura financiera (Morck, Sheleifer y Vishny, 1988; McConnel y Servaes, 1990; Zolini; 2008; Okimura, 2003; y Caixe y Krauter, 2013). Esta medida representa el valor de mercado de las acciones más el valor contable de la deuda sobre el valor total de los activos.
- Market to Book (*mtb*): Además de la Q de Tobin, se utilizó como medida de valor el indicador Market-to-Book, también empleado por Claessens et al. (2002) y definido como la suma del valor de mercado de las acciones sobre el patrimonio neto.

¹⁴ Para más información, ver Demsetz y Villalonga (2001).

Desempeño

Autores como Fuerst y Kang (2004), Okimura (2003), Benavides (2005), Garcia y Martins (2014) y Espinosa, Alfaro y Ponce (2011) utilizaron en sus estudios variables para medir el desempeño de las compañías, reflejados en sus estados financieros. Por lo tanto, en este trabajo se optó por utilizar los siguientes indicadores:

- $\frac{EBITDA}{Assets}$ (*ebitda2a*): Definido como las utilidades antes de los intereses, impuestos, depreciación y amortización sobre el total del activo.
- Rentabilidad del Patrimonio (*ROE*): Definido como utilidades netas sobre el patrimonio neto.

Apalancamiento y deuda a largo plazo

- Apalancamiento (*dtta*): Definido como el total de la deuda sobre el total del activo.
- Deuda a largo plazo (*ltdtd*): Total de la deuda a largo plazo sobre el total de la deuda.

Ventas

Las ventas de las empresas (*sales2a*) son obtenidas a partir del total de las ventas anuales sobre el activo total de la compañía.

Tamaño

El tamaño de la firma (*size*) es medido a través del logaritmo natural del total del activo.

Tabla 2. Definición de variables

Variable	Nombre de la Variable	Definición
P1	Concentración de la propiedad	Porcentual total de acciones detenidas por el principal accionista
(P1) ²	Concentración de la propiedad	Porcentual total de acciones detenidas por el principal accionista, elevado al cuadrado
(P1) ³	Concentración de la propiedad	Porcentual total de acciones detenidas por el principal accionista, elevado al cubo
qtob	Q de Tobin	Valor de mercado de las acciones más el valor contable de la deuda sobre el valor total de los activos
mtb	Market-to-Book	Suma del valor de mercado de las acciones sobre el patrimonio neto
ebitda2a	Ebitda/Assets	Utilidades antes de los intereses, impuestos, depreciación y amortización sobre el total del activo
roe	ROE	Utilidades netas sobre el patrimonio neto
dtta	Apalancamiento	Total de la deuda sobre el total del activo
ltdtd	Deuda a largo plazo	Total de la deuda a largo plazo sobre el total de la deuda
sales2a	Ventas	Total de las ventas anuales sobre el total del activo
size	Tamaño	Logaritmo natural del total del activo

4.2 Modelo empírico

El presente trabajo se caracteriza por un estudio empírico, de finalidad descriptiva y explicativa, con utilización de métodos estadísticos y técnicas cuantitativas de obtención y análisis de datos.

Además, este estudio busca confirmar la existencia de una relación entre la concentración accionaria y el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas, cuyo modelo econométrico supone que la variable de estructura de propiedad tiene un comportamiento exógeno, es decir, capaz de influir en el valor y desempeño de las compañías.

Antes de presentar las técnicas estadísticas utilizadas, es importante mencionar algunos de los principales problemas econométricos encontrados por autores que buscaron investigar la relación existente entre la concentración accionaria y el valor y desempeño de las empresas. Segundo Caixe y Krauter (2013), dichos problemas, en el caso que no sean solucionados, pueden resultar en inferencias equivocadas sobre la relación entre las variables del modelo. De acuerdo con Roberts y Whited (2013), el problema de endogeneidad es un tema importante y bastante frecuente en los estudios empíricos relacionados a finanzas corporativas, y se puede definirlo como una correlación entre las variables explicativas y el término de error en una regresión. Los autores afirman aún que la endogeneidad conduce a estimaciones sesgadas e inconsistentes de los parámetros de la regresión.

En general, son destacadas las siguientes fuentes de endogeneidad que pueden impactar en este tipo de estudio: la omisión de variables, el efecto *feedback* y la simultaneidad (Börsch-Supan y Köke, 2000; Barros et al. 2010).

La omisión de variables ocurre cuando variables independientes importantes no están presentes en el modelo estimado, pudiendo sesgar los estimadores de los coeficientes. De acuerdo con Börsch-Supan y Köke (2000), la omisión de variables ocurre por dos motivos, la no disponibilidad de datos de variables potencialmente importantes para los estudios de gobierno corporativo; y el desconocimiento sobre el tipo de función que explica la relación entre las variables (por ejemplo, relación lineal o cuadrática). La utilización de variables de control y de los procedimientos de efectos fijos son ejemplos de técnicas para atenuar dicho problema.

El efecto *feedback*, a su vez, ocurre cuando los valores pasados de la variable dependiente influyen los valores actuales y/o futuros de las variables independientes (Barros et al., 2010). Según el autor, gran parte de los indicadores utilizados en finanzas

presentan un comportamiento inercial – prácticas de gobierno corporativo, desempeño financiero, apalancamiento y ventas – indicando que la utilización de modelos estáticos puede ser inadecuada. Como forma de mitigar dicho problema, se puede incluir rezagos de la variable dependiente en el modelo de regresión.

De acuerdo con Silveira (2004), el problema de simultaneidad representa la más grave limitación en las investigaciones empíricas sobre gobierno corporativo. Para Börsch-Supan y Köke (2000), la determinación simultánea de las variables también puede sesgar los parámetros de los modelos estimados una vez que la dirección de causalidad entre la estructura de propiedad y el desempeño de la empresa no es clara. En general, en estos estudios se asume que las variables de gobierno corporativo son exógenas, mientras que en la realidad pueden ser endógenas. Por ejemplo, una mayor concentración accionaria puede resultar en un aumento del valor de la empresa, debido al monitoreo más eficaz. Por otra parte, un mejor desempeño de la firma puede atraer nuevos inversionistas y, en consecuencia, cambiar la estructura de propiedad de la compañía. La estimación por variables instrumentales (VI) con el método de los mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) es una de las herramientas utilizadas para minimizar los posibles sesgos que este problema puede ocasionar (Caixe y Krauter, 2013).

Considerando las hipótesis presentadas en el apartado 3.2, el estudio tiene como objetivo investigar la existencia de una relación estadísticamente significativa entre la estructura de propiedad y el valor y desempeño de las empresas. Es importante añadir que se asume que la estructura de propiedad es un factor determinante del valor y desempeño de las empresas, pero se considera su endogeneidad.

Para cumplir con dicho objetivo y considerando los posibles problemas econométricos anteriormente presentados, fueron analizados modelos de regresión buscando identificar estimadores más consistentes y eficientes.

En aras de solucionar el problema de variables omitidas, fue empleado inicialmente el estimador *within* para datos de panel, con el modelo de regresión por mínimos cuadrados ordinarios – OLS. Dicha estimación asume la existencia de efectos fijos, es decir, variables omitidas que son distintas para cada empresa, pero constantes en el tiempo (característica de la administración, cultura organizacional, aversión al riesgo de la firma, entre otros). El modelo OLS con efectos fijos elimina los impactos de dichas características no variantes en el tiempo y aporta más consistencia y eficiencia a los estimadores. Por otra parte, en presencia

de endogeneidad, este modelo puede presentar sesgo en las estimaciones (Demsetz y Villalonga, 2001; Himmelberg et al., 1999).

Con base en lo expuesto y considerando el problema de simultaneidad, para garantizar la robustez de los resultados, el modelo también fue estimado a través de variables instrumentales (VI), con el método de mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS). La selección de dicha técnica está en línea con las recomendaciones de Roberts y Whited (2013) para tratar el problema de endogeneidad en materias relacionadas a finanzas corporativas. Peixoto (2012), retomando el trabajo de Baum (2006), menciona que los parámetros de una ecuación econométrica son identificados cuando existen instrumentos válidos suficientes de forma que el estimador 2SLS produzca estimativas únicas. En econometría se dice que una ecuación es identificada si los parámetros de dicha ecuación son también identificados. El 2SLS es un estimador de variables instrumentales (VI) que reduce el número de instrumentos al número exacto necesario para estimar la ecuación econométrica y llenar la matriz de instrumentos.

Con relación a las variables consideradas en los modelos OLS y VI 2SLS, como variable dependiente, se utilizaron las medidas de valor Q de Tobin y Market-to-Book y también las medidas de desempeño Ebitda/Assets y ROE. Como variable independiente se tomó la concentración accionaria total del principal accionista, en este estudio representada por $P1$; además, se utilizaron las medidas de concentración al cuadrado y al cubo.

Las variables dependientes de valor y desempeño pueden ser afectadas por otros factores que, si no son controlados, pueden cambiar los resultados de los test. De esta manera, con el objetivo de evitar problemas de estimación del modelo, se utilizaron las siguientes variables de control: tamaño de la firma (size), apalancamiento (dtt), deuda a largo plazo (ltdtd) y ventas (sales2assets). Además fueron creadas variables *dummies* para cada año y país de la muestra, con el objetivo de aislar efectos macroeconómicos que pueden afectar los resultados.

Los modelos empíricos propuestos están demostrados en las ecuaciones **(1)** y **(2)** a seguir:

- Modelo OLS (efectos fijos):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 P1_{i,t} + \beta_2 (P1_{i,t})^2 + \beta_3 (P1_{i,t})^3 + X_{i,t} \beta + \gamma c_t + u_{i,t} \quad (1)$$

Donde:

$Y_{i,t}$ = Variables dependientes relativas a las medidas de valor (Q de Tobin y Market-to-Book) y medidas de desempeño (Ebitda/Assets y ROE) de la empresa i en el año t ;

$P1_{i,t}$ = Variable independiente de concentración de propiedad de la empresa i en el año t ;

$(P1_{i,t})^2$ = Variable independiente de concentración de propiedad de la empresa i en el año t elevada al cuadrado;

$(P1_{i,t})^3$ = Variable independiente de concentración de propiedad de la empresa i en el año t elevada al cubo;

$X_{i,t}\beta$ = Vector de las cuatro variables de control para la empresa i en el año t : tamaño (size), apalancamiento (dtt), deuda a largo plazo (ltdtd) y ventas (sales2assets);

yc_t = Conjunto de variables *dummy* representativas del año y país;

$u_{i,t}$ = Término de error para la empresa i en el año t .

- Modelo VI 2SLS:

$$\begin{cases} \hat{P}1_{i,t} = \delta_1 P1_{i,t-1} + \delta_2 P1_{i,t-2} + \delta_3 P1_{i,t-3} + u_{i,t} \\ Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 \hat{P}1_{i,t} + \beta_2 (\hat{P}1_{i,t})^2 + \beta_3 (\hat{P}1_{i,t})^3 + X_{i,t}\beta + yc_t + u_{i,t} \end{cases} \quad (2)$$

Donde se utilizan las mismas variables presentadas en la ecuación (1), incluyendo: el primer, segundo y tercer rezago de la variable de concentración de propiedad, representados por $P1_{i,t-1}$, $P1_{i,t-2}$, $P1_{i,t-3}$, respectivamente; y las estimaciones obtenidas para la concentración de la propiedad representadas por $\hat{P}1_{i,t}$.

Tomando en cuenta las distintas variables dependientes utilizadas en ambos los modelos, serán realizadas cuatro regresiones con cada modelo; dos con las variables de valor (Q de Tobin y Market-to-Book) y dos con las medidas de desempeño (Ebitda/Assets, y ROE). Serán en total 8 regresiones, considerando los modelos OLS y VI 2SLS. Se espera una relación significativa y negativa entre la concentración accionaria y las medidas de valor y desempeño de las empresas latinoamericanas, características del efecto atrincheramiento.

5. RESULTADOS

Los resultados obtenidos son presentados en dos etapas; inicialmente, son expuestas las principales características de la muestra y de las variables elegidas para los modelos estimados; después, serán presentados los resultados obtenidos a partir de los modelos econométricos propuestos.

5.1 Estadística descriptiva

La Tabla 3 presenta la evolución de la concentración de propiedad del principal accionista en los países latinoamericanos de la muestra, durante el periodo de análisis. Es posible observar que todos los países presentan una alta concentración por parte del mayor accionista, sobresaliendo Argentina, con un promedio de 58%; seguido de Perú con un 47% y Chile con un 44%. El porcentual promedio de participación del principal accionista, cuando se analizan todos los países de la muestra, es de un 41%. Además, se puede constatar que el nivel de concentración no ha cambiado de forma relevante en el período estudiado.

Tabla 3. Evolución de la concentración accionaria del principal accionista

Año	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Total
2011	59%	36%	44%	39%	36%	45%	40%
2012	57%	35%	44%	34%	37%	48%	41%
2013	59%	37%	44%	35%	37%	48%	41%
2014	59%	36%	45%	41%	36%	47%	41%
Promedio	58%	36%	44%	37%	36%	47%	41%

La Tabla 4 presenta la clasificación del principal accionista teniendo en cuenta la cantidad de empresas. Se observa que cerca de la mitad de las empresas de la muestra tiene como principal accionista inversionistas privados nacionales (51%), seguidos de inversionistas individuales (18%) e inversionistas privados extranjeros (14%). Los bancos e instituciones financieras corresponden al principal accionista de 12% de las compañías de la muestra. Con relación a los fondos de pensión y el Gobierno, cada uno representa los accionistas más representativos en 2% de las empresas estudiadas.

Tabla 4. Clasificación del principal accionista

Año	Privado nacional	Privado extranjero	Inversionista individual	Bancos e instituciones financieras	Fondos de pensión	Gobierno
2011	52%	13%	18%	13%	2%	2%
2012	53%	13%	18%	12%	3%	2%
2013	51%	14%	18%	12%	2%	3%
2014	49%	15%	19%	12%	2%	3%
Promedio	51%	14%	18%	12%	2%	2%

La Tabla 5 desglosa por país la estadística descriptiva de todas las variables estudiadas. La Q de Tobin indica que, en general, las empresas en Latinoamérica han generado valor, ya que presentan un promedio superior a 1. En relación al indicador Ebitda/Assets, no se observa una gran variación entre los países, con un promedio de 0,103. Argentina ha presentado el menor ROE entre los países analizados (0,34), posiblemente debido al largo período de crisis económica que ha enfrentado dicho país. Por otra parte, Perú, Chile y México han presentado los mayores índices (0,099; 0,070 y 0,069, respectivamente). El país de mayor nivel de endeudamiento fue Brasil (0,292), mientras que el promedio de los países de la muestra es de 0,253. Este dato es esperado ya que las empresas brasileras están entre las más endeudadas de los países emergentes, segundo el Fondo Monetario Internacional; además, se observa que la mayor parte de la deuda de las empresas de la muestra es de largo plazo (0,624). Por fin, el total de la muestra contiene 2.031 observaciones, con la mayoría de los datos pertenecientes a empresas brasileras (36%), seguidas de las empresas chilenas (22%), peruanas (15%) y mexicanas (14%); mientras que los datos relativos a Argentina y Colombia tienen la menor representación de la muestra (6% cada país), lo que claramente refleja la baja participación del mercado bursátil en dichos países.

Tabla 5. Estadística descriptiva de las variables por país

Variables	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		México		Perú		Total	
	Prom.	Desv. Est.	Prom.	Desv. Est.	Prom.	Desv. Est.	Prom.	Desv. Est.	Prom.	Desv. Est.	Prom.	Desv. Est.	Prom.	Desv. Est.
P1	0,583	0,268	0,359	0,230	0,442	0,213	0,372	0,246	0,364	0,256	0,470	0,274	0,408	0,248
qtob	1.137	0,528	1.339	0,722	1.187	0,516	1.124	0,499	1.526	0,730	1.060	0,737	1.268	0,676
mtb	2.045	3.051	2.029	2.117	1.478	1.080	1.303	0.892	2.333	2.194	1.315	1.654	1.804	1.929
ebitda2a	0,132	0,104	0,100	0,081	0,091	0,070	0,086	0,074	0,113	0,065	0,110	0,084	0,103	0,079
roe	0,034	0,281	0,049	0,269	0,070	0,191	0,058	0,171	0,069	0,190	0,099	0,157	0,064	0,223
dtta	0,206	0,152	0,292	0,158	0,255	0,137	0,175	0,145	0,253	0,147	0,206	0,139	0,253	0,153
lttd	0,515	0,342	0,636	0,257	0,645	0,300	0,578	0,346	0,719	0,304	0,529	0,329	0,624	0,302
sales2a	0,926	0,515	0,707	0,418	0,647	0,353	0,467	0,271	0,725	0,400	0,635	0,385	0,684	0,405
size	19.766	1.669	20.906	1.582	20.178	1.778	20.085	2.109	21.148	1.496	19.546	1.496	20.460	1.737
Observaciones	123		741		452		125		293		297		2.031	
	6%		36%		22%		6%		14%		15%		100%	

La Tabla 6 a seguir, muestra la matriz de correlación. Es posible identificar que las variables Q de Tobin y Market-to-Book, a pesar de no presentaren una alta correlación con la concentración accionaria (P1), si demuestran una relación negativa. Como es de esperarse, dichos índices de valor (Q de Tobin y Market-to-Book) presentan una alta correlación entre ellos (0,8466). El Ebitda/Assets también presentó una alta correlación con la Q de Tobin (0,5210), Market-to-Book (0,4185), ROE (0,5699) y las ventas (27,03). La correlación entre el tamaño (size) y el apalancamiento (dtt) muestra que las empresas más grandes en Latinoamérica tienden a presentar mayor deuda; dicha relación puede ser explicada por el hecho de que el tamaño de la firma es, en general, una fuente de reputación; lo que contribuye para la captación de deuda, principalmente de largo plazo. Lo anterior también se evidencia por la fuerte correlación positiva entre el tamaño de las empresas y la deuda de largo plazo (ltdtd).

Tabla 6. Matriz de correlación

	P1	qtob	mtb	ebitda2a	roe	size	dtt	ltdtd	sales2a
P1	1								
qtob	-0,0386	1							
mtb	-0,0659	0,8466	1						
ebitda2a	0,0397	0,5210	0,4185	1					
roe	0,0389	0,3271	0,2390	0,5699	1				
size	-0,0083	0,2116	0,1927	0,1591	0,1445	1			
dtt	-0,0252	0,0047	0,1502	-0,0688	-0,1104	0,3290	1		
ltdtd	0,0146	0,1929	0,1918	0,1488	0,0995	0,4675	0,3081	1	
sales2a	0,0088	0,2045	0,1939	0,2703	0,1392	-0,0703	-0,0262	-0,1612	1

5.2 Impacto de la concentración de propiedad en el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas

Los resultados obtenidos con el modelo de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) con efectos fijos están presentados en la Tabla 7. Como se puede observar, la variable de concentración de propiedad influye de forma lineal y cuadrática en el valor de las empresas latinoamericanas, una vez que el impacto en la variable Q de Tobin es significativo al 10%. Dado que la relación se mostró negativa, fue posible confirmar por ende, el efecto atrincheramiento. A excepción de la variable de control apalancamiento (dtt), todas las demás variables de control se mostraron significativas. Se verifica que el tamaño de la empresa (size) impactó negativamente en el valor mientras que el endeudamiento a largo

plazo (ltdtd) produjo un efecto positivo. Las ventas (sales2a) influenciaron de manera positiva en el valor de las empresas latinoamericanas. Todavía, dado que el R cuadrado ha presentado un valor de 0,17, es posible que haya otras variables capaces de influir en el valor de la empresa, que no fueron consideradas en el modelo. Los resultados se mostraron robustos y el test de significancia global tuvo un *p value* de 0.

En relación a la variable Market-to-Book, no se identificaron resultados significativos; de la misma manera, los resultados con respecto a la relación entre la concentración accionaria y las variables de desempeño, Ebitda/Assets y ROE, no presentaron significancia.

Tabla 7. Concentración de propiedad, valor y desempeño – OLS

Variables	(1) Q de Tobin	(2) Market-to-Book	(3) Ebitda/Assets	(4) ROE
P1	-1.690* (0.942)	-3.800 (2.719)	0.082 (0.122)	0.023 (0.346)
p1cuad	3.947* (2.351)	9.463 (6.343)	-0.355 (0.319)	-0.228 (0.944)
p1cub	-2.391 (1.581)	-6.560 (4.393)	0.317 (0.226)	0.302 (0.710)
size	-0.329*** (0.087)	-1.220*** (0.261)	0.027** (0.013)	0.105*** (0.033)
dtta	-0.210 (0.175)	1.325*** (0.457)	-0.145*** (0.039)	-0.534*** (0.112)
ltdtd	0.117* (0.066)	0.311 (0.248)	-0.005 (0.009)	0.021 (0.029)
sales2a	0.405*** (0.094)	0.748*** (0.232)	0.106*** (0.027)	0.135*** (0.051)
Observations	1,856	1,854	1,857	1,854
R-squared	0.170	0.143	0.194	0.109
Number of id	560	560	561	557
Country-Year	YES	YES	YES	YES
FE	YES	YES	YES	YES
F-Test	7.405	5.166	5.977	4.802

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Con el objetivo de tratar el problema de la simultaneidad, fue testeado el modelo estadístico a través de variables instrumentales (VI) con el método de los mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS). Los resultados de las regresiones con las variables de valor y desempeño están presentados en la Tabla 8.

Con relación a las variables de valor, el Market-to-Book no presentó significancia en el modelo planteado; sin embargo, se verificó una relación no lineal negativa y significativa al 10%, entre la Q de Tobin y la concentración accionaria, confirmando nuevamente, el efecto atrincheramiento. Todas las variables de control se mostraron significativas al 5% y 1%. Curiosamente, el signo de la variable de control relativa al tamaño de la empresa (size) se mostró positivo en este modelo. A su vez, la variable de apalancamiento (dttta) produjo un efecto negativo en el valor de las empresas latinoamericanas. Como en el modelo anterior (SLS), la deuda a largo plazo (ltdtd) y las ventas (sales2a) influenciaron positivamente en la valoración de las compañías. Además, considerando el R cuadrado de 0,18, se puede nuevamente inferir, que otras variables de control que no fueron consideradas en el modelo, pueden afectar el valor de la empresa.

Los resultados del modelo se mostraron robustos. Asimismo, fue aplicado el test Kleibergen-Paap LM, necesario para confirmar si fueron elegidos instrumentos relevantes para el modelo. En otras palabras el test verifica si las variables utilizadas como instrumentos están correlacionadas con los regresores endógenos. Así, dado que dicho test se mostró significativo al 0,1% se concluye que los instrumentos fueron bien identificados. También se aplicó el test de Hansen, con el objetivo de verificar la ortogonalidad de los instrumentos en relación al término de error, considerando la hipótesis nula de que los instrumentos utilizados son válidos. El resultado no significativo para este test indicó que los instrumentos del modelo fueron correctamente identificados.

El efecto atrincheramiento igualmente se verificó en los modelos testeados con las variables de desempeño Ebitda/Assets y ROE. Ambas variables presentaron una relación negativa y significativa (al 10% y 1%, respectivamente), entre la concentración accionaria del principal accionista y el desempeño de las empresas de Latinoamérica. Todas las variables de control se mostraron altamente significativas (1%) y presentaron el mismo comportamiento en cuanto al impacto sobre el desempeño de las firmas verificado en modelo testeado con la variable Q de Tobin (size = positivo; dttta = negativo; ltdtd = positivo; y sales2a = positivo). Por otra parte, el bajo R cuadrado indicó que es necesario la inclusión de variables de control adicionales para que el modelo pueda explicar mejor la relación entre la concentración y el

desempeño de las compañías latinoamericanas. Los resultados también se mostraron robustos y, de acuerdo con los resultados de los test Kleibergen-Paap LM y Hansen se confirmó que los instrumentos del modelo fueron correctamente identificados.

Tabla 8. Concentración de propiedad, valor y desempeño – VI 2SLS

Variables	(1) Q de Tobin	(2) Market-to-Book	(3) Ebitda/Assets	(4) ROE
P1	-6.473* (3.549)	-16.900 (11.444)	-0.576* (0.323)	-2.741*** (0.982)
p1cuad	15.120* (8.101)	37.999 (26.128)	1.380* (0.736)	6.291*** (2.218)
p1cub	-9.932* (5.168)	-24.646 (16.667)	-0.922* (0.470)	-4.027*** (1.408)
size	0.050*** (0.011)	0.089** (0.038)	0.008*** (0.001)	0.021*** (0.004)
dtta	-0.335** (0.131)	0.459 (0.438)	-0.086*** (0.015)	-0.267*** (0.049)
ltdtd	0.460*** (0.075)	0.964*** (0.249)	0.054*** (0.009)	0.108*** (0.026)
sales2a	0.486*** (0.054)	1.122*** (0.154)	0.055*** (0.006)	0.085*** (0.017)
Constant	0.102 (0.455)	0.637 (1.791)	0.004 (0.053)	-0.123 (0.148)
Observations	1,259	1,256	1,261	1,262
R-squared	0.180	0.099	0.156	0.0435
Country FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES
LM stat. p-value	2.64e-09	2.69e-09	0	0
Hansen J p-value	0.454	0.248	0.517	0.0382

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Así, al analizar ambos modelos propuestos (SLS y VI 2SLS), se verifica que en el caso de las variables utilizadas para mensurar el valor de las empresas, los resultados fueron significativos para la Q de Tobin, indicando que el mercado reacciona negativamente ante la concentración de propiedad. Contrariamente, no se pudo concluir que haya alguna relación

con la variable Market-to-Book, dado la no significancia encontrada en ambos modelos planteados. Las variables elegidas para medir el desempeño, Ebitda/Assets y ROE, se mostraron significativas en el modelo de variables instrumentales (VI 2SLS), también confirmando el efecto atrincheramiento.

Ante lo expuesto, se puede afirmar que de acuerdo con los modelos testeados, existe relación entre la concentración de la propiedad y el valor y desempeño de las compañías latinoamericanas de la muestra. Además, dicha relación se mostró significativa y negativa. Se confirman, por lo tanto, las hipótesis planteadas, indicando que la concentración de propiedad es una variable exógena y produce un efecto negativo en el valor y desempeño de las empresas. En otras palabras, se observa en Latinoamérica el efecto atrincheramiento y la expropiación de los accionistas minoritarios en el período de 2011 hasta 2014.

Los resultados encontrados en este trabajo son, en general, compatibles con los estudios de Morck, Stangeland y Yeung (2000), que estudiaron el mercado canadiense, y de La Porta et al. (2002), que analizaron los países de baja protección legal. Además, los resultados concuerdan con los hallazgos de Lins (2003), que a su vez analizó la concentración accionaria en mercados emergentes. Con relación a Latinoamérica, resultados similares fueron encontrados por Benavides (2005) para cinco países latinoamericanos (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela) y por Okimura (2003) para empresas brasileras. Es importante mencionar que a pesar de que los trabajos citados presentan resultados compatibles, también tienen divergencias en cuanto a metodologías aplicadas, variables utilizadas, base de datos y períodos analizados.

6. CONCLUSIÓN

La literatura académica con respecto a gobierno corporativo se divide al afirmar si existe una relación entre la estructura de propiedad de la empresa y su valor y desempeño. Entre los autores que confirmaron dicha relación, tampoco hay consenso si la influencia ejercida sobre el valor y desempeño es positiva, lo que indica el efecto alineamiento de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios; o negativa, confirmando el efecto atrincheramiento y la expropiación de los minoritarios.

Dado ese contexto, dicho estudio tuvo como objetivo verificar si existe alguna relación entre la estructura de propiedad y el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas durante el periodo de 2011 hasta 2014; además, se buscó confirmar los efectos de dicha relación: el alineamiento de intereses (relación positiva) o atrincheramiento (relación negativa).

La muestra fue compuesta por 729 empresas de Latinoamérica localizadas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, totalizando 2.031 observaciones. La hipótesis del presente estudio fue elaborada bajo el supuesto de que existe una relación entre la concentración accionaria y el valor y desempeño de las empresas; o sea, la estructura de propiedad es una variable exógena. Así, buscando atenuar los problemas econométricos de endogeneidad inherentes en los estudios de gobierno corporativo, como el de variables omitidas, se utilizó la metodología de mínimos cuadrados ordinarios (OLS), con efectos fijos. Posteriormente, en aras de reducir el problema de la simultaneidad, fue empleada la estimación por variables instrumentales (VI) con el método de los mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS). Las variables utilizadas para mensurar el valor de las compañías fueron la Q de Tobin y el Market-to-Book mientras que el desempeño fue medido a través de las variables Ebitda/Assets y ROE. Como *proxy* para la concentración accionaria, en este estudio considerada como variable independiente, se utilizó la participación total directa del principal accionista de la compañía. Las variables de control utilizadas fueron el tamaño de la empresa, el apalancamiento, la deuda a largo plazo y las ventas.

Los resultados obtenidos a partir del modelo OLS indican que el mercado en Latinoamérica reacciona negativamente ante una mayor concentración accionaria, dado la relación negativa y significativa (10%) para la Q de Tobin, lo que confirma por ende, el efecto atrincheramiento. Este resultado se mostró robusto con un *p value* de 0. Las variables de

control significativas fueron el tamaño (1%), la deuda a largo plazo (10%) y las ventas (1%). Se verificó que el tamaño influye negativamente en el valor de la firma, mientras que la deuda a largo plazo y las ventas impactan positivamente en la Q de Tobin. Sin embargo, al utilizar en el modelo OLS las variables dependientes Market-to-Book, Ebitda/Assets y ROE, los resultados no presentaron significancia estadística.

A su vez, los resultados verificados con el modelo VI 2SLS se mostraron significativos y negativos para las variables dependientes Q de Tobin (10%), Ebitda/Assets (10%) y ROE (1%), lo que confirma nuevamente el efecto atrincheramiento; evidenciado en la reducción del valor y desempeño de las empresas de la muestra ante un aumento de la concentración accionaria del principal accionista. Los resultados obtenidos fueron robustos y los test Kleibergen-Paap LM y Hansen concluyeron que los instrumentos del modelo fueron correctamente identificados. Todas las variables de control fueron significativas, sugiriendo que el tamaño de la firma, la deuda a largo plazo y las ventas impactan positivamente en el valor y desempeño de las empresas; mientras que el apalancamiento ejerce una influencia negativa. Con respecto a la variable Market-to-Book, así como en el modelo OLS, esta no presentó significancia en el modelo.

Ante lo expuesto, se puede afirmar que de acuerdo con los modelos testeados, existe relación entre la concentración de la propiedad y el valor y desempeño de las compañías latinoamericanas de la muestra, para el periodo de 2011 hasta 2014; además, dicha relación se mostró significativa y negativa. Estos resultados confirman las hipótesis planteadas, indicando que la concentración de propiedad es una variable exógena y produce un efecto negativo en el valor y desempeño de las empresas. En otras palabras, se observa en Latinoamérica el efecto atrincheramiento y la expropiación de los accionistas minoritarios, por parte del principal accionista.

Los resultados presentados son, en general, compatibles con los estudios de Morck, Stangeland y Yeung (2000), que estudiaron el mercado canadiense, y el de La Porta et al. (2002), que analizaron los países de baja protección legal. Además, los resultados concuerdan con los hallazgos de Lins (2003), que a su vez analizó la concentración accionaria en mercados emergentes. Con relación a Latinoamérica, resultados similares fueron encontrados por Benavides (2005) en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela; y por Okimura (2003) en empresas brasileras. Es importante mencionar que a pesar de que los trabajos citados presentan resultados compatibles, también tienen divergencias en relación a la metodología aplicada, variables utilizadas, base de datos y períodos analizados.

Con base en la bibliografía de este trabajo, es posible inferir que los resultados obtenidos en las empresas de Latinoamérica son, en términos generales, contrarios a los estudios empíricos realizados en las compañías estadounidenses. Esto posiblemente puede estar relacionado a las distintas características de dichos mercados; los EE.UU. al poseer un desarrollado mercado de capitales, fortalecido por un alto nivel de protección legal a los minoritarios y un alto grado de *enforcement*, predominan estructuras de propiedad difusas, con una evidente separación entre la propiedad y el control. Así, una mayor concentración accionaria por parte del principal accionista puede ser benéfica para un monitoreo menos costoso y más eficaz, lo que contribuye para la valoración y desempeño de la firma.

Sin embargo, lo mismo no se verifica para el escenario latinoamericano, donde el mercado de capitales es poco desarrollado, carente de leyes y normas para la protección de los minoritarios; y el bajo grado de *enforcement* no contribuye para el eficiente cumplimiento de las leyes en dichos países. Por consecuencia, se observan estructuras de propiedad más concentradas, donde no hay una clara separación entre el control y la propiedad. El problema de agencia emerge por lo tanto, de la diferencia de intereses de los accionistas mayoritarios y los minoritarios, resultando en la expropiación de los últimos debido al efecto atrincheramiento. En otras palabras, al poseer una alta parcela de las acciones de las empresas, los accionistas mayoritarios pueden tomar decisiones en favor de su propio beneficio en detrimento a los intereses comunes de todos los accionistas, resultando por ende, en la reducción del desempeño contable-financiero de las compañías y en la pérdida de su valor de mercado.

Frente a esos argumentos, se vuelve evidente la importancia de los estudios relacionados a gobierno corporativo y sus mecanismos, entre ellos, la estructura de propiedad. Esta es una línea de investigación relativamente reciente en el contexto académico; por ende, profundizar estos conocimientos en mercados menos desarrollados, como el de Latinoamérica, es fundamental para la formulación de políticas enfocadas en el crecimiento y en el progreso del mercado bursátil y del sistema financiero de dichos países. Del mismo modo, el avance en las leyes de protección a los accionistas, principalmente a los minoritarios, como también su efectivo cumplimiento, podrían contribuir para la reducción de las distintas formas de expropiación a las que inversionistas minoritarios están sometidos; por ejemplo, acciones sin derecho a voto, estructuras piramidales e inversiones cruzadas de capital.

Queda, entonces, como propuesta para futuros estudios, la utilización de modelos empíricos que consideren las estructuras indirectas de propiedad, así como los distintos tipos

de acciones, lo que representa una limitación de este trabajo. A la vez, se pueden realizar otras extensiones sobre esta investigación, expandiendo los datos actuales a los demás países de Latinoamérica e incluyendo otras variables que no fueron empleadas y que representan importantes mecanismos de gobierno corporativo; por ejemplo, acciones en pose de los administradores, remuneración de los ejecutivos y calidad del gobierno corporativo.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aldrighi, D. M. & Neto, R. M. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152.

Barros, L. A. B. C., Castro Júnior, F. H. F., Silveira, A. Di M., & Bergmann, D. R. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. Recuperado de <http://papers.ssrn.com/abstract=1593187>.

Baum, C. F. (2006). *An introduction to modern econometrics using stata*, Massachusetts: Stata Press.

Bebchuck, L., Kraakman, R. & Triantis, G. (1999). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights. *Harvard Law School Olin*, Discussion Paper N° 249.

Benavides, J. (2005). Concentración de la propiedad y desempeño contable: El caso latinoamericano. *Borradores de Economía y Finanzas*, 4. Recuperado de http://bibliotecadigital.icesi.edu.co/biblioteca_digital/handle/10906/65249?locale=pt.

Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The Modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company.

Börsch-Supan, A., & Köke, J. (2000). An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *ZEW*, Discussion Paper N° 17, 1-32.

Caixe, D. & Krauter, E. (2013). A influencia da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153.

Carvalho da Silva, A. L. (2002). A influencia da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto (Tesis de Magíster). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.

Carvalho da Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos nas empresas brasileiras. *Revista de Administração RAUSP*, 39(4), 348-361.

Child, J. & Rodrigues, S. B. (2003). Corporate Governance and new organizational forms: Issues of double and multiple agency. *Journal of Management and Governance*, 7(4), 337-360.

_____ (2004). Repairing the breach of trust in corporate governance. *Corporate Governance an International Review*, 12(2), 143-152.

Cho, M. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.

Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L., H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L., H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.

Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica, New Series*, 4(16), 386-405.

Correia, L. F. (2008). Um índice de governança corporativa para empresas brasileiras (tesis doctoral). Universidad Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Brasil.

Correia, L. F. & Amaral, H. F. (2006). Reflexão sobre as funções da governança corporativa. *Revista de Gestão USP*, 13(1), 43-55.

Correia, L. F., Amaral, H. F. & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade Financeira USP*, 22(55), 45-63.

Coutinho, E. S., Amaral, H. F. & Bertucci, L. (2006). O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. *Revista de Administracao*, 41(2), 197-207.

Crisóstomo, V. L. & Brandão, I., F. (2014). Estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa: Uma análise da empresa brasileira (Tesis de Magíster). Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, Brasil.

Dami, A. B. T., Rogers, P. & Ribeiro, K. C. S. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: Evidencias empíricas no grau de concentração acionária. *Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-31.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.

Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.

Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(2001), 209-233.

Durnev, A. & Ham Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.

Espimosa, M. L. R., Alfaro, E. D. G. & Ponce, R. A. C. (2011). Estructura de propiedad y desempeño: Evidencia para México. Memoria del XXI Coloquio Mexicano de Economía Matemática y Econometría. Recuperado de <http://www.eumed.net/libros-gratis/2013/1255/estructura-propiedad-desempeno.html>.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.

Fuerst, O., Kang, S. (2004). Corporate governance, expected operating performance, and pricing. *Corporate Ownership and Control*, 1(2), 13-30. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=141357>.

Garcia, I. A. S. & Martins, O. S. (2014). Estrutura de propriedade e controle e desempenho das empresas de capital aberto não financeiras no Brasil. XI Congresso USP-FIPECAFI, São Paulo, Brasil. Recuperado de <http://congressusp.fipecafi.org/web/artigos142014/264.pdf>.

Himmelberg, C. P., Hubbard, G. & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53 (1999), 353-384.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa IBGC (2016). Governança corporativa. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>.

Instituto de Gobierno Corporativo de Latinoamérica IGCLA (2011). Gobierno corporativo en Latinoamérica 2010-2011. Recuperado de http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jensen, M. C. (2000). *A theory of the firm: Governance, residual claims, and organizational forms*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Klapper, L. F. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(2004), 703-728.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *The Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.

Lameira, V. J., Junior, W. L. N. & Macedo-Soares, T. D. L. (2007). Governança corporativa: Impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração RAUSP*, 42(1), 64-73.

Larrain, B. & Tapia, M. (2013). Controlling shareholders and firm value. *Working Paper*. Recuperado de http://finance.uc.cl/docs/conferences/5th/larraintapia_may2013.pdf.

Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: A recent literature survey. *Revista de Administração RAUSP*, 39(4), 327-337.

Leal, R. P. C. & Carvalho da Silva, A. L. (2005). Corporate governance and value in Brazil (and in Chile), 2005. Recuperado de SSRN: <http://ssrn.com/abstract=726261> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.726261>.

Leal, R. P. C., Carvalho da Silva, A. L. & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.

Lefort, F. (2003). Ownership structure and corporate governance in Latin American countries – an empirical overview. *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, OCDE, Annex C. Recuperado de <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/18976210.pdf>.

Lefort, F. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Temas de la Agenda Pública*, Pontificia Universidad Católica de Chile, 3(23), 1-11.

Lefort, F. & Wigodski, T. (2008). *Una mirada al gobierno corporativo en Chile: Casos emblemáticos*, Santiago de Chile: Ediciones Universidad Católica de Chile.

Lemmon, M. L. & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.

Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.

McConnel, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(1990), 595-612.

Meca, E. G. & Ballesta, J. P. S. (2011). Firm value and ownership structure in Spanish capital market. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 11(1), 41-53.

Méndez, C. E. & Villanueva, C. M. (2010). Desempeño y concentración de la propiedad en empresas chilenas emisoras de American Depositary Receipts (ADR). *Cuadernos de Administración*, Pontificia Universidad Javeriana, 23(40), 95-116.

Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1988), 293-315.

Morck, R. K., Stangeland, D. A. & Yeung, B., (2000). Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease. *National Bureau of Economic Research*. Recuperado de <http://www.nber.org/chapters/c9014.pdf>.

Okimura, R. T. (2003). Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil (Tesis de Mágister). Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

Okimura, R. T., Silveira, A. Di M. & Rocha, K., C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-eletrônica*, 1(1), 119-135. Recuperado de http://www.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_628.pdf.

Organization for Economic Co-operation and Development OCDE (2003). Corporate governance in Latin America. White Paper. Recuperado de <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/18976210.pdf>.

Organization for Economic Co-operation and Development OCDE (2015). Principles of Corporate Governance. Ed. Paris, Francia. Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm>.

Pedersen, T. & Thomsem, S. (1997). European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759-778.

Peixoto, F. M. (2012). Governança corporativa, desempenho, valor e risco: Estudos das mudanças em momentos de crise (Tesis Doctoral). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Brasil.

Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. In G. M. Constantinides, M. Harris & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* pp. 493-572): Elsevier.

Rossetti, J. P., Andrade, A. (2012). *Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Editora Atlas.

Saito, R. & Silveira, A. Di M. (2008). Governança corporativa: Custos de agencia e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas RAE*, 48(2), 79-86.

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Siffert Filho, N. (1998). Governança corporativa: Padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, 5(9), 1-23.

Silveira, A. Di M. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho no Brasil (Tesis Doctoral). Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

Silveira, A. Di M. & Barros, L. A. B. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração REAd*, 14(3), 1-29. Recuperado de http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/20746?locale=pt_BR.

Silveira, A., Di M., Barros, L. A. B. C. & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas RAE*, 43(3), 50-64.

_____ (2006). Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 4(1), 3-32.

Silveira, A. Di M., Barros, L. A. B. C. & Perobelli, F. F. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788.

Siqueira, T. V. (1998). Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista BNDES*, 5(10), 37-62.

Smith, A. (1961). *Indagación acerca de la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones*, Madrid: Aguilar S.A.

Sonza, I. B. & Kloeckner, G. O. (2013). Influência da estrutura de propriedade na eficiência das menores e maiores empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista de Finanças Aplicadas*, 1, 1-20.

Srour, Gabriel. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635-674.

Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.

Tarziján, J. (2003). Revisando la teoría de la firma. *Abante*, 6(2), 149-177.

Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.

Zolini, B. (2008). Governança corporativa: Estrutura de propriedade e o valor da empresa (Tesis de Magíster). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil