

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LAS FIRMAS Y GRUPOS ECONOMICOS

El caso Chileno*

Ricardo Paredes M.
Lincoln Flor R.

En el contexto de "una acción, un voto", la concentración de la propiedad en las empresas chilenas varía fuertemente. En ciertos casos, los dos, tres, cinco o diez mayores accionistas mantienen una proporción significativa de las acciones de una empresa, mientras que en otros, en conjunto no pueden elegir ni siquiera un director.

La teoría económica sugiere que el poseer acciones de sociedades cuya propiedad está muy diversificada presenta una serie de desventajas: por ejemplo, existe el peligro de abuso por parte de los accionistas controladores. Según algunos economistas, esto atentaría contra la validez del

supuesto de maximización de beneficios de las empresas.

Sin embargo, la mayor o menor concentración en la estructura de propiedad de las firmas también sugiere la existencia de beneficios asociados a la propiedad difundida. En efecto, si bien la difusión de la propiedad ocasiona el potencial costo de agencia, ésta permite, por ejemplo, una mayor diversificación del riesgo y, por ende, un menor costo asociado a la deuda (o costo de capital).

El objetivo de este trabajo es analizar la estructura de propiedad de las firmas chilenas y en particular el efecto que sobre dicha estructura producen los conglomerados o grupos económicos. La hipótesis central es que la estructura de propiedad de las firmas que pertenecen o son controladas por grupos económicos no es significativamente diferente de la estructura de propiedad de cualquier otra firma. En otros términos, la estructura de propie-

* Este artículo presenta el primer caso sobre la materia estudiado en América Latina. Constituye, pues, la primera aproximación al entendimiento de los determinantes de la estructura de propiedad de las firmas en un país en desarrollo: Chile. La culminación de este trabajo fue posible gracias al auspicio económico del Departamento de Posgrado y Postítulo de la Universidad de Chile (PG 056-92).

dad de las firmas es independiente del hecho que pertenezcan o no a grupos económicos. La importancia del tema es grande. En Chile, por ejemplo, se menciona que los altos costos de operación de la industria bancaria obedecerían en parte a la ineficiencia producida por la falta de control de los dueños (pequeños accionistas) sobre quienes administran los bancos (también pequeños, pero suficientemente grandes accionistas).

El estudio de la estructura de propiedad también permite analizar la relevancia de una hipótesis ampliamente difundida en los países menos desarrollados. Esta hipótesis sostiene que los grupos económicos observarían un comportamiento contrario al interés de los pequeños accionistas porque no buscarían la maximización de las utilidades de todas las empresas que controlan, sino la maximización de las utilidades del conjunto (Sanfuentes, 1984)^{1/}. Obviamente, la consecuencia lógica de un comportamiento como el descrito sería lo inconveniente para los agentes independientes de comprar acciones de empresas controladas por grupos, pero también sería inconveniente para los dueños de las firmas receptoras compartir los beneficios de las transferencias por la vía de una alta difusión de la propiedad. Posiblemente en este contexto sí podría surgir algún tipo de cruzamiento entre empresas^{2/}.

1/ Por ejemplo, los dueños o controladores de un grupo que posee firmas relacionadas verticalmente podrían vender barato a las firmas "aguas abajo" que presentarían una mayor concentración de la propiedad. De esta manera estarían transfiriendo recursos y perjudicando a los otros propietarios de la empresa proveedora.

2/ Este es el comportamiento observado en el caso de los *keiretsu* japoneses. Para un análisis detallado de este punto ver Paredes (1989).

En la primera sección de este trabajo se analiza brevemente la teoría de la estructura de propiedad y la relevancia de los grupos económicos para el análisis de esta estructura. En la segunda sección se describen las variables usadas en el análisis y se presenta el modelo a estimar. La tercera sección presenta los resultados; y la cuarta, las conclusiones más relevantes del trabajo.

1. Teoría de la estructura de propiedad

Los fundamentos de la teoría de la estructura de propiedad de las firmas están contenidos en la teoría de agencia de la firma.

El comportamiento de las firmas responderá a la función objetivo de sus administradores, y obviamente estará supeditado a las restricciones que enfrente. Una situación de agencia puede caracterizarse por la divergencia de objetivos entre los dueños y los administradores (principal y agente), y por los costos asociados a la vigilancia del desempeño de los administradores^{3/}.

Los beneficios que los propietarios obtengan por vigilar directamente el comportamiento de los administradores dependen de la difusión de la propiedad. Dado el costo de vigilar a los administradores, a mayor difusión de la propiedad, menores serán los beneficios asociados a modificar el comportamiento del administrador. Así por ejemplo, si el cambio de comportamiento del administrador le reporta a la firma \$ 100.000 y el costo de vigilarlo es de \$ 40.000, la firma obtiene

3/ Jensen y Meckling (1976) son precursores del análisis formal de la teoría de agencia. Desarrollos posteriores de gran importancia están en Holmstrom (1982) y Mirlees (1976).

un beneficio de la vigilancia. Si el propietario es uno, el beneficio será también para él y llevará a cabo la vigilancia; pero si los propietarios son tres ninguno lo hará, porque el beneficio individual de realizarla será menor a su costo.

La consecuencia más directa del problema señalado es que el costo de la vigilancia y las circunstancias que lo determinan serán los factores más claramente asociados a la estructura de propiedad. En efecto, la concentración de la propiedad induce a la vigilancia directa y reduce la posibilidad de atentar contra el objetivo de maximización de beneficios. Por otra parte, una mayor atomización de la propiedad permite reducir el riesgo y el costo del capital.

Este *trade off* no sería necesario bajo el argumento de Jensen, quien plantea la posibilidad de reducir la concentración de la propiedad y los costos de agencia mediante el uso de la deuda, pues con ello el desempeño del administrador estaría fundamentalmente influenciado por la disponibilidad de los flujos libres futuros de caja. También la emisión de deuda y su canje por acciones puede condicionar a los administradores a cumplir con las obligaciones contraídas, con la consecuente reducción de los flujos de caja libres, en una forma que el simple pago de dividendos no lo logra. Sin embargo, una vez que la deuda es usada óptimamente, dicho *trade-off* reaparece^{4/}. Bajo este argumento

4/ Cabe señalar que existen casos, como los de las acciones duales, donde el principio "una acción, un voto" no se cumple, por lo que el control corporativo no necesariamente depende de la concentración de la propiedad. Bergstrom y Rydqvist (1990) encuentran para el caso sueco que los derechos de votación diferencial tienen un impacto limitado sobre la concentración accionaria. En la misma línea, Gerson y Barr

se esperaría una correlación positiva entre el monto del flujo de caja libre y la concentración de la propiedad^{5/}.

1.1 Factores determinantes de la estructura de propiedad

Entre las principales variables que determinarían la estructura de propiedad de las firmas se encuentran las siguientes^{6/}:

a) Tamaño óptimo de la firma (TAM)

Mientras mayor sea el tamaño óptimo de la firma, mayores serán los recursos de capital necesarios para adquirir una fracción de su propiedad y mayor será el valor de mercado de esa fracción^{7/}.

El mayor precio de una fracción de la propiedad de la firma puede reducir el grado de concentración de la propiedad; es decir, dado un nivel de control, se requerirá una menor fracción de propiedad de la firma mientras más grande sea ésta. A tal relación se le puede denominar efecto del tamaño "neutral al riesgo", pues aquí no entra en consideración la aversión al riesgo de los agentes. Si los individuos fueran adversos al riesgo, tal aversión operaría en la misma dirección, pues la mayor necesidad de capital o el

(1991) señalan, para el caso de Sudáfrica, que la separación entre la propiedad y el control impide considerarlos como sinónimos.

5/ Para el caso chileno no se encontró evidencia a favor de esta relación.

6/ El trabajo más relevante sobre esta materia es el de Demsetz y Lehn, 1985.

7/ En este contexto, el tamaño de la firma se refiere a su patrimonio y, por lo tanto, incluye una dimensión tanto horizontal (de escala) como vertical (del tamaño).

mayor tamaño obligaría a un pequeño grupo de propietarios a comprometer mayores niveles de riqueza en una sola empresa, lo que haría que los eventuales accionistas estuvieran dispuestos a comprar más acciones adicionales sólo a un menor precio, de forma que les compense el mayor riesgo asumido. Dada la existencia de estos efectos que se refuerzan mutuamente, es esperable que las firmas más grandes tengan una estructura de propiedad relativamente menos concentrada.

b) Control potencial (COP)

El término control potencial está relacionado con la posibilidad de realizar un monitoreo más eficiente a través de métodos distintos a la vigilancia directa.

Existen factores en el entorno de la firma que pueden actuar en forma "perversa" sobre el control potencial. Uno particularmente importante es la incertidumbre específica a la firma, que dificulta la distinción entre los errores cometidos por la administración y los malos resultados asociados a problemas del entorno. Así, cuando las firmas ejecutan transacciones en mercados caracterizados por precios y tecnología estables, el desempeño de los agentes puede ser monitoreado a menor costo. Igualmente, el control será relativamente más fácil cuando los dueños dispongan de una base de comparación de retorno adecuada, esto es, cuando exista gran competencia en el mercado y estén disponibles los datos sobre la rentabilidad de las otras firmas.

c) Regulación sistemática (REG)

La regulación del Estado reduce las opciones de los administradores de las firmas de aprovecharse de la falta de monitoreo de

los dueños. Obviamente, esto sucede cuando el propósito de la regulación es proteger a los accionistas minoritarios. Sin embargo, más interesante para el objetivo de este trabajo es que ello también resulta cierto en el caso, por ejemplo, de la regulación de precios a los monopolios naturales. En efecto, la regulación tarifaria a estos monopolios se hace sobre la base de costos medios efectivos^{8/}. Así, frecuentemente el regulador controla la existencia de gastos "superfluos" y de los que sobrepasan los necesarios para una buena operación. De esta manera, ahorra al dueño el esfuerzo de vigilar directamente.

Desde este punto de vista, la regulación puede entenderse como un subsidio al costo de agencia, pues puede inducir en los agentes una disciplina determinada que favorezca los intereses de los dueños. En Chile, la regulación sería especialmente relevante para industrias como bancos, compañías de seguros, administradoras de fondos de pensiones, y algo menos para industrias con regulación tarifaria.

d) Grupos económicos (GRUPO)

Los grupos económicos son organizaciones que operan a través de varias firmas y en distintas actividades^{9/}. Una hipótesis común respecto de su comportamiento, y que interesa contrastar en este trabajo, es que maximizan el beneficio conjunto de sus empresas y no el de cada una de ellas en particular. Esta diferencia es de suma

8/ Teóricamente se debiera realizar sobre los costos medios de una planta eficiente.

9/ Una definición más amplia de grupos económicos se encuentra en Paredes (1989). Para los objetivos de este artículo basta señalar que los grupos presentan estructuras conglomeradas.

importancia pues, especialmente en el contexto de países de menor desarrollo relativo, como Chile, donde la fiscalización del uso de precios para transferir utilidades es muy imperfecta, sugiere que la maximización individual no necesariamente conduce a la maximización conjunta. Ello implicaría que tanto las firmas que transfieren utilidades como las receptoras debieran presentar –aunque por diferentes motivos– una concentración de la propiedad más elevada que el promedio. Esta hipótesis obviamente se contrapone en sus implicancias a la idea que a los grupos les bastaría su mayor reputación para acceder a capital barato, como lo sugiere el estudio de Gerson y Barr (1991).

e) Otros factores (TR, NT)

Existe un conjunto de factores adicionales que pudieran asociarse a la determinación del costo de monitoreo directo y al beneficio del consumo en el trabajo (Demsetz, 1983). Especial importancia se le ha dado al factor conocido como “amenidad potencial” (Demsetz y Lehn, 1985), que consiste en que ciertas industrias proveen un beneficio en términos de imagen, *status* o contactos para los administradores. Un caso notable sería la propiedad de medios de comunicación (televisoras, radioemisoras, diarios, etc.), poderosos vehículos de orientación de la opinión pública. Asimismo, en términos de *status* o imagen, la propiedad de un “club deportivo” o de una “iglesia salvadora” son casos pertinentes, aunque quizá resulten más relevantes en los Estados Unidos que en Chile u otro país de menor desarrollo relativo.

Otro factor que debiera considerarse es la transabilidad del bien. En una economía abierta, como la chilena, los bienes

transables están por definición sujetos a la competencia y, por ende, su costo de producción no puede exceder de cierto límite. Así, se podría esperar que en las firmas productoras de bienes transables exista una relativamente mayor concentración de la propiedad; también si las firmas exportadoras requieren de un manejo aparentemente discrecional por parte de los administradores^{10/}.

1.2 Institucionalidad, empresas y grupos económicos en Chile

El resurgimiento de los grupos económicos a partir de mediados de los años setenta se ha asociado a las reformas y políticas económicas que entonces se llevaron a cabo. En efecto, las privatizaciones de empresas industriales y bancos estimularon el crecimiento de estos grupos^{11/}.

Hasta fines de los años setenta los bancos gozaron de una gran libertad en cuanto al otorgamiento de créditos a las empresas de su grupo. Ello posiblemente generó importantes transferencias de los bancos a las empresas relacionadas con ellos^{12/}.

10/ Por ejemplo, en el caso de las exportaciones de fruta la renegociación posterior al envío es frecuente y, dada la perecibilidad del bien, hace necesario otorgar amplios poderes al negociador.

11/ La secuencia de la privatización, los montos involucrados y la voluntad política del gobierno de la época fueron factores determinantes para este resurgimiento. Un análisis más detallado puede encontrarse en Paredes (1992), De la Cuadra y Valdés (1989).

12/ Esta es una hipótesis sujeta a contrastación empírica. Sin embargo, su relevancia para el presente trabajo radica en que basta que algunas personas visualicen el potencial problema para que éste se traduzca en la mayor concentración de la propiedad.

Entre 1981 y 1982 se modificaron las leyes y normas que regulaban las actividades financieras. Con respecto a la reforma bancaria, se limitaron las posibilidades de préstamos relacionados estableciéndose límites y criterios para la diversificación de las colocaciones. Asimismo, los organismos contralores pasaron a ejercer mayor vigilancia sobre las sociedades anónimas, tanto para reducir los conflictos de intereses entre pequeños y grandes accionistas como para enfrentar el problema que surgía por la existencia de un seguro implícito sobre todos los depósitos bancarios. Después de la crisis financiera de 1982 y en gran parte como consecuencia de la forma en que fueron reprivatizadas las firmas intervenidas, la estructura de propiedad de las firmas mostró menos concentración que con relación a 1980. Ello, no obstante, parece haber sido consecuencia de la forma como fue llevada a cabo la privatización y no como resultado natural de la nueva institucionalidad^{13/}. Estos cambios podrían explicar en parte las relaciones entre la estructura de propiedad y el tipo de actividad económica durante el periodo comprendido entre los años 1980 y 1990 (Cuadro 1 del anexo).

Los cambios institucionales sugieren que el poder predictivo del modelo que se propone y la relevancia de ciertas variables, especialmente las asociadas a la regulación, varían con el tiempo. Por las mayores restricciones al otorgamiento de créditos de bancos a empresas del mismo grupo a partir de 1982, es razonable esperar que en 1980 la regulación sistemática sea relativamente menos significativa que

en otros años considerados. De la misma manera, la relación inversa entre la regulación y la estructura de propiedad debiera ser más fuerte a partir de 1983. Asimismo, el poder predictivo del modelo durante la crisis del periodo 1982-1985 debiera ser relativamente más bajo, especialmente en consideración a que gran parte de las reprivatizaciones iniciadas en 1985 se basaron en una difusión extrema de la propiedad.

La estructura de propiedad de las empresas que pertenecen a grupos económicos revelaría, en promedio, una concentración mayor con relación a las firmas autónomas (Cuadro 2 del anexo). Esto es particularmente cierto en el caso del grupo Luksic, que presenta la mayor concentración relativa en 1990. Por otra parte, la dispersión (desviación estándar) de la estructura de propiedad de las firmas (variable EP, que se definirá en la sección 2.2) controladas por un grupo es relativamente menor con relación al resto de las firmas de la muestra. Estas características estarían reflejando un patrón común.

2. Metodología y descripción de variables

El análisis del efecto de las diversas variables mencionadas sobre la estructura de propiedad se desarrolló con base a la información obtenida de las Fichas Estadísticas Codificadas Uniforme (FECU) de las sociedades anónimas no financieras inscritas en los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) al 31 de diciembre de cada año. De este universo se separaron las empresas de propiedad del Estado (cuando su participación accionaria superaba al 50 por ciento) y aquellas sociedades para las que no se disponía de información completa a

13/ La velocidad del ajuste es un tópico de gran interés que se está analizando en la actualidad.

la fecha del análisis. Los años considerados fueron: 1980, 1983, 1985, 1987 y 1990, lo que permite obtener resultados correspondientes a distintos marcos institucionales.

Para la definición de las variables independientes se empleó información proveniente de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Los criterios de selección de las firmas fueron los siguientes:

- Haber transado sus acciones públicamente en la Bolsa de Comercio de Santiago.
- Tener un mínimo de 30 por ciento de presencia bursátil mensual (lo que permitió obtener los retornos reales *ex post*).
- Tener al menos 36 retornos mensuales (al cierre) en el periodo comprendido entre enero de 1985 y junio de 1991.
- Observar un riesgo sistemático estadísticamente significativo.

Considerando estos criterios, el tamaño de las muestras para los distintos años fue de entre 44 y 71 firmas.

2.1 Modelo

Con el propósito de lograr que los resultados de este trabajo puedan ser comparados con los obtenidos por estudios similares, el modelo empírico se especificó como:

$$EP = \beta_0 + \beta_1 TAM + \beta_2 COP + \beta_3 REG$$

donde:

los β_i son parámetros a estimar y las

variables EP, TAM, COP y REG son las variables definidas en el marco teórico:

- EP = Estructura de propiedad
- TAM = Tamaño de la empresa
- COP = Control potencial
- REG = Regulación sistemática

Con la finalidad de verificar empíricamente la hipótesis central de este trabajo: "la estructura de propiedad de las firmas que pertenecen o son controladas por grupos económicos no es significativamente diferente de la estructura de propiedad de cualquier otra firma", se "testeo" la relevancia de la variable GRUPO y el efecto del sector económico (transable o no transable) sobre la estructura de propiedad de las firmas, incorporándolas a la ecuación anterior como variables *dummy*.

2.2 Variables

a) Estructura de propiedad (EP)

La variable a explicar, estructura de propiedad, fue definida como:

$$EP_k = \sum_{i=1}^k P/\beta$$

donde:

$$i = 1, 2, \dots, n$$

1 representa al principal accionista, 2 al que le sigue y así sucesivamente hasta el *n*-ésimo accionista, que es el más pequeño.

β = es el patrimonio bursátil.

EP_k se define como el porcentaje de propiedad de los *k* mayores accionistas.

La limitación que tiene esta medida como *proxy* del control ejercido está dado

por la existencia de acciones duales (cuando no se cumple la relación "una acción, un voto") y por el cruzamiento en la estructura de propiedad de los grupos económicos¹⁴. El segundo factor constituye un problema para el análisis, ya que frecuentemente los grupos tienen participación en la propiedad de empresas a través de otras empresas y sociedades, lo que dificulta establecer su control real¹⁵. No obstante lo anterior, el signo del sesgo introducido en este caso es conocido: el EP_s en las firmas poseídas o controladas por los grupos estará subestimado.

El análisis empírico de Demetz y Lehn (1985) considera como medidas EP_5 y EP_{20} , y Berstrom y Rydqvist (1990) usan como *proxy* EP_2 . En el caso de Chile, las FECU de 1980 consideran el porcentaje acumulado de los 10 mayores accionistas como máximo, mientras que a partir de 1982 informan acerca de los 12 mayores accionistas de la empresa. Por ello, para este trabajo se definen y se usan en forma alternada EP_2 , EP_5 y EP_{10} .

b) Tamaño óptimo de la firma (TAM)

El patrimonio de mercado y el total de activos contables son medidas de tamaño tradicionalmente aceptadas. Ambas *proxis* fueron usadas por Demsetz y Lehn (1985), Bergstrom y Rydqvist (1990) y Gerson y Barr (1991). La medida elegida para este estudio es el total de activos contables,

que muestra bastante consistencia a través del tiempo. Adicionalmente se consideraron tres medidas de tamaño: patrimonio bursátil, patrimonio contable y ventas, pero fueron descartadas por la débil correlación entre ellas y los activos totales.

c) Control potencial (COP)

El error estándar del beta (riesgo sistemático) obtenido por la estimación del modelo de mercado es una buena medida y puede ser convenientemente usado como el "control potencial" o riesgo específico de la firma (COP).

El COP se ha obtenido de estimar el modelo de mercado (Sharpe-Lintner-Black) al regresionar los retornos reales mensuales de cada firma con el índice general de precios de las acciones (IGPA) en el periodo comprendido entre enero de 1985 y junio de 1990¹⁶.

Un problema es que el riesgo específico de una firma puede ser distinto cuando ésta pertenece a un grupo económico. Esto es, si los grupos operan en más de una actividad, el impacto del riesgo específico de la firma sobre la estructura de propiedad podría ser distinto en aquellas empresas que pertenecen a grupos económicos, ya que la "volatilidad" de los retornos será menor cuando la correlación de los retornos es menor a uno¹⁷. Sin embargo, no es el problema del riesgo el que interesa analizar aquí, sino la mayor o menor

14/ Adicionalmente, la relación entre propiedad y control no es lineal, pues puede argumentarse que alcanzando sólo el 50 por ciento de la propiedad se obtiene el control total.

15/ Una característica de los grupos chilenos es su estrecho vínculo familiar, por lo que dos accionistas aparentemente distintos podrían seguir una misma dirección.

16/ Un análisis crítico para el uso de esta variable en el caso chileno se encuentra en Gregoric (1986).

17/ Según estudios empíricos (Blume, 1971, 1975, citados por Gregoric, 1986) los betas de portafolios son más estables que los de títulos individuales.

dificultad de vigilar a los administradores, lo que no debiera afectarse por la existencia de grupos.

d) Regulación (REG)

Se definió la variable *dummy* con valor de 1 para los bancos y las AFP, firmas que están bajo regulación especial y bajo fuerte vigilancia.

e) Grupo económico (GRUPO)

Se definió una variable *dummy* que toma valor de 1 cuando la firma pertenece a un grupo económico. La clasificación de grupos se hizo con base a la definición de la SVS y de la muestra de Paredes (1989).

f) Transabilidad del bien o sector productivo (TR - NT)

Se dispone de la información del Código Internacional Industrial Uniforme (CIIU) para cada empresa. La clasificación del sector se efectuó tomando en cuenta la importancia de cada CIIU en las ventas totales. Se definieron variables *dummy* con valor de 1 para cada firma según la actividad predominante: TR: bienes transables, EX: exportables, IM: importables y NT: bienes no transables. Los resultados presentados en este artículo se refieren exclusivamente a una definición amplia TR-NT.

3. Resultados

3.1 Aplicación del Modelo de Demsetz y Lehn al caso chileno

Las estimaciones del modelo de Demsetz y Lehn (modelo no expandido) aplicado al caso chileno arrojan resultados extraordinariamente similares a los obtenidos

para Estados Unidos y Suecia, especialmente para 1990, año que es institucionalmente más comparable con los considerados en las estimaciones realizadas en los países mencionados. En efecto, en general y para las distintas definiciones de concentración de la propiedad, los coeficientes tienen el signo esperado y alta significancia estadística. Asimismo, y consecuente con nuestra hipótesis respecto del esquema institucional, el modelo en su conjunto tiene alto poder predictivo a los niveles tradicionales de significancia, excepto para 1983, cuando muchas firmas estaban intervenidas (cuadros 3, 4 y 5 del anexo).

Si bien las distintas medidas de concentración de la propiedad tienen consistencia, EP_{10} es la que permite obtener los mejores resultados. Ello no es sorprendente, pues las medidas de concentración son aproximaciones gruesas de la posibilidad de control. Especialmente relevante es esta consideración respecto de los propietarios más grandes, ya que, como se ha señalado, frecuentemente se trata de personas o firmas relacionadas (por lazos familiares, por ejemplo) y, por lo tanto, generan una distorsión relativamente mayor en el caso de la variable EP definida para los dos y cinco mayores propietarios.

3.2 Resultados del modelo expandido

Los resultados del modelo expandido, es decir, el que incorpora la variable GRUPO económico, se presentan en los cuadros 6, 7 y 8 del anexo. Los coeficientes de la variable GRUPO tienen el signo esperado para las diferentes definiciones de estructura de propiedad y para todos los años, excepto para 1990. Además, los paráme-

tros son significativos al 1 y 5 por ciento para 1985 y 1987 respectivamente cuando los signos son correctos, y para 1990 observan la menor significancia de todos los periodos considerados.

La evidencia encontrada apoya, aunque en forma débil, la idea que la estructura de propiedad de las firmas pertenecientes a grupos económicos es más concentrada que la del resto de las empresas de la muestra. Si bien el signo de los parámetros es positivo, su grado de significación es pequeño^{18/}. Por otro lado, la correlación encontrada entre la existencia de grupos económicos y la transabilidad del bien podría originar problemas de interpretación. Se podría estar atribuyendo al GRUPO un efecto que en realidad correspondería al sector de actividad.

Al incorporar al modelo la variable *dummy* Sector Transable (TR) se encuentra, por lo general, valores positivos para ésta y significancia estadística. Además, esta variable reduce marginalmente la significancia estadística de la variable GRUPO económico. Este hallazgo, sin embargo, más que descartar la hipótesis que los grupos no afectan la estructura de propiedad, pudiera sugerir la naturaleza endógena de la estructura de propiedad de los grupos (cuadros 9, 10 y 11 del anexo).

Conclusiones

El modelo originalmente planteado por Demsetz y Lehn (1985), con algunas mo-

dificaciones, resulta apropiado en el contexto de "una acción, un voto" que opera en la economía chilena.

Los resultados empíricos del modelo estimado para Chile suministraron evidencia a favor de la hipótesis que señala que la estructura de propiedad varía en forma consistente con la maximización de la utilidad de los accionistas. El tamaño de la firma es la variable más importante y consistente en la determinación de su estructura de propiedad, y las variables Control Potencial y Regulación también contribuyen a explicar esta estructura. Lo más relevante, sin embargo, es la evidencia encontrada respecto a que la estructura de propiedad de las firmas pertenecientes a grupos económicos es significativamente diferente (más concentrada) de la del resto de las firmas de la muestra, a pesar del sesgo que atenta contra este hallazgo.

Esta evidencia, aunque parcial, indicaría que el patrón de maximización de utilidades observado por los grupos no es el típicamente descrito para las firmas autónomas. Específicamente se apoyaría la idea de Sanfuentes (1984) con respecto a que las firmas pertenecientes a grupos no maximizan beneficios en forma individual, sino en conjunto. La relación encontrada contradice también los resultados y la interpretación de Gerson y Barr (1991). Ello posiblemente es consecuencia de los diferentes regímenes tributarios y regulatorios de los países en estudio, pues son frecuentemente estos regímenes los que explican por qué la maximización conjunta puede diferir de la maximización individual en el caso de conglomerados.

18/ Este resultado preliminar habrá de contrastarse cuando se construya una variable más apropiada de concentración de la gestión. Es esperable, sin embargo, que la concentración del control en los grupos esté especialmente subestimada.



Anexo
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LAS FIRMAS Y
GRUPOS ECONOMICOS

Cuadro 1
MAPA DE CONCENTRACION DE LA PROPIEDAD DE LAS EMPRESAS POR
ACTIVIDADES ECONOMICAS
1980, 1985 y 1990

Grado de Concentración de Propiedad	1980									
	Actividades Económicas - CIU									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0 - 9,99	0	0	1,3	0	0	2,6	0	0	22,7	0
10 - 19,99	3,3	14,3	1,0	0	3,1	1,3	0	0	4,5	0
20 - 29,99	3,3	0	0,3	16,7	0	0	8,3	1,9	0	0
30 - 39,99	0	0	2,0	0	0	3,2	0	1,9	0	0
40 - 49,99	3,3	0	3,4	16,7	0	0,6	0	1,9	4,5	0
50 - 59,99	6,7	14,3	7,1	16,7	3,1	0,6	0	4,7	0	40
60 - 69,99	13,3	0	6,4	0	12,5	7,7	8,3	4,7	4,5	0
70 - 79,99	10,0	14,3	8,1	0	12,5	9,0	0	6,5	4,5	0
80 - 89,99	13,3	0	14,2	0	9,4	9,7	16,7	19,6	18,2	0
90 - 100	46,8	57,1	56,2	49,9	59,4	65,3	66,7	58,8	41,1	60
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Grado de Concentración de Propiedad	1985									
	Actividades Económicas - CIU									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
0 - 9,99	5,6	0	0	0	0	0	0	13,4	32,3	11,1
10 - 19,99	0	0	0	0	25	0	0	9,6	23,5	0
20 - 29,99	0	0	1,9	0	25	9,1	0	5,8	14,7	5,5
30 - 39,99	5,6	0	0	0	25	9,1	0	2,0	8,8	5,5
40 - 49,99	0	0	9,4	20	0	9,1	0	17,3	0	22,2
50 - 59,99	22,2	0	15,1	10	0	9,1	14,3	11,5	2,9	11,1
60 - 69,99	27,8	0	9,4	20	0	27,3	14,3	7,7	0	0
70 - 79,99	5,6	100	20,7	0	0	36,3	0	9,6	11,8	5,5
80 - 89,99	11,2	0	22,6	20	0	0	57,1	15,4	2,9	22,2
90 - 100	22,0	0	20,9	30	25	0	14,3	7,7	3,1	16,9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Continúa...

Continuación Cuadro 1

Grado de Concentración de Propiedad	1990										Total Empresas		
	Actividades Económicas - CIIU										1980	1985	1990
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
0 - 9,99	0	0	0	0	0	0	0	4,6	17,4	3,2	1,9	9,9	3,5
10 - 19,99	0	0	0	6,7	33	0	0	14,0	21,7	3,2	1,3	6,6	7,0
20 - 29,99	0	0	2,0	13,3	33	20	0	7,0	4,3	3,2	0,9	5,7	5,0
30 - 39,99	12,5	0	4,0	6,7	34	0	0	2,3	13,0	12,9	1,9	3,8	7,0
40 - 49,99	0	28,6	2,0	13,3	0	0	0	9,3	13,0	12,9	2,4	9,9	8,0
50 - 59,99	18,7	0	4,0	40,0	0	0	0	14,0	0	19,3	5,1	11,4	11,4
60 - 69,99	18,7	14,3	12,2	6,7	0	40	37,5	11,6	4,3	9,7	6,8	9,5	12,4
70 - 79,99	6,2	28,6	14,3	6,7	0	20	0	11,6	17,4	12,9	8,0	14,2	12,4
80 - 89,99	6,2	14,3	26,0	0	0	0	12,5	9,3	4,3	6,4	13,6	15,6	11,4
90 - 100	37,7	14,3	35,5	6,6	0	20	50,0	16,3	4,6	16,3	58,1	13,4	21,9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Nota: Número de empresas consideradas en la muestra: 671, 211 y 201 para 1988, 1985 y 1990 respectivamente.

- CIIU 1 : Agricultura, caza, sylvicultura y pesca
 CIIU 2 : Explotación de minas y canteras
 CIIU 3 : Industrias manufactureras
 CIIU 4 : Electricidad, gas y agua
 CIIU 5 : Construcción
 CIIU 6 : Comercio al por mayor y al por menor, restaurantes y hoteles
 CIIU 7 : Transporte, almacenamiento y comunicaciones
 CIIU 8 : Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas
 CIIU 9 : Servicios comunales, sociales y personales
 CIIU 10: Actividades no bien especificadas

Elaboración propia a partir de las FFCUS, Superintendencia de Valores y Seguros.

Cuadro 2
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD EN LAS EMPRESAS PERTENECIENTES A GRUPOS ECONÓMICOS
(1990)

Estructura de Propiedad	Grupos						Promedio				Dispersión	
	Lukic		Angelini		Matte		Grupos*		No grupos**		Grupos*	No grupos**
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)		
EP ₂	87,25	87,71	60,83	56,02	46,44	56,04	64,74	61,58	49,21	57,69	24,83	29,90
EP ₃	89,90	90,37	74,56	68,74	62,62	66,49	74,91	71,23	57,25	63,44	18,92	31,46
EP ₁₀	91,65	92,06	81,20	75,40	73,36	73,92	81,55	77,46	63,79	65,95	14,26	30,14

EP_n : Porcentaje de propiedad de los *n* mayores accionistas.

* : Número de empresas controladas por un grupo: 38.

** : Número de empresa no controladas por un grupo: 109.

(1) : Promedio simple.

(2) : Promedio ponderado por número de accionistas de la empresa.

Dispersión : Desviación estándar.

Elaboración propia a partir de las FECUS, Superintendencia de Valores y Seguros.

Cuadro 3
RESULTADOS (MCO) MODELO DEMSETZ Y LEHN (CHILE Y SUECIA)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_1 (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 2 mayores accionistas)

Países y Años	CTE	TAM*	COP	REG	R ² **	F	n
Chile							
1980	0,374 (5,06)	-1,815 (-0,80)	0,313 (1,03)	-0,103 (-0,60)	0,07	2,08	44
1983	0,373 (4,71)	-9,835 (-1,63)	0,237 (0,72)	0,092 (0,69)	0,02	1,29	56
1985	0,391 (5,23)	-0,65 (-2,35)	0,427 (1,36)	-0,015 (-0,126)	0,15	4,15	55
1987	0,427 (5,43)	-409,9 (-1,85)	0,397 (1,22)	-0,141 (-1,07)	0,14	4,51	64
1990	0,386 (5,49)	-215,3 (-2,12)	0,690 (2,47)	-0,188 (-1,68)	0,20	7,13	71
Suecia							
1981	0,24	-0,12 (-3,4)	2,11 (2,8)	-0,16 (-2,2)	0,23		121
1986	0,55	-0,17 (-6,9)	-0,10 (-0,2)	0,05 (0,8)	0,19		204

(MCO) Mínimos cuadrados ordinarios.

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10^{10} .

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 4
RESULTADOS MODELO DEMSETZ Y LEHN (CHILE Y ESTADOS UNIDOS)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_t (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 5 mayores accionistas)

Países y Años	CTE	TAM*	COP	REG	R ² **	F	n
Chile							
1980	0,501 (7,92)	-2,560 (-1,32)	0,391 (1,50)	-0,035 (-0,24)	0,13	3,09	44
1983	0,595 (6,81)	-1,27 (-1,92)	0,213 (0,67)	0,158 (1,23)	0,03	1,59	56
1985	0,532 (7,80)	-0,81 (-3,17)	0,416 (1,45)	0,017 (0,15)	0,23	6,40	55
1987	0,579 (8,29)	-466,7 (-2,37)	0,271 (0,94)	-0,155 (-1,32)	0,22	6,83	64
1990	0,557 (9,31)	-256,4 (-2,97)	0,530 (2,23)	-0,197 (-2,08)	0,30	10,92	71
Estados Unidos							
1985	-1,53 (13,6)	-4,5 (-3,5)	6,86 (4,8)	-0,47 (4,2)	0,31	45,00	511

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10^4 para Chile y por 10^6 para Estados Unidos.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 5
RESULTADOS MODELO DEMSETZ Y LEHN (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_{10} (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 10 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	R ² **	F	n
1980	0,593 (10,42)	-2,874 (-1,65)	0,404 (1,72)	0,029 (0,23)	0,14	3,39	44
1983	0,642 (9,01)	-1,126 (-2,08)	0,123 (0,42)	0,202 (1,69)	0,04	1,76	56
1985	0,637 (10,71)	-0,827 (-3,71)	0,345 (1,38)	-0,006 (-0,06)	0,31	9,06	55
1987	0,684 (10,59)	-490,9 (-2,70)	0,197 (0,74)	-0,164 (-1,51)	0,27	8,73	64
1990	0,670 (13,54)	-280,7 (-3,93)	0,402 (2,05)	-0,185 (-2,37)	0,39	16,12	71

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10³.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 6
 RESULTADOS (MCO) AL INCORPORAR VARIABLE GRUPO ECONOMICO (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP₂ (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 2 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	GRUPO	R ^{2**}	F	n
1980	0,358 *** (4,06)	-1,899 (-0,82)	0,340 (1,07)	-0,110 (0,63)	0,021 (0,35)	0,05	1,56	44
1983	0,334 (3,97)	-0,976 (-1,63)	0,310 (,94)	0,110 (0,83)	0,098 (1,35)	0,03	1,54	56
1985	0,322 (3,85)	-0,916 (-3,41)	0,468 (1,53)	0,197 (1,66)	0,114 (1,97)	0,22	4,78	55
1987	0,312 (3,31)	-404,7 (-1,88)	0,626 (1,88)	-0,091 (-0,07)	0,132 (2,15)	0,19	4,75	64
1990	0,410 (4,97)	-209,8 (-2,04)	0,686 (2,44)	-0,193 (-1,71)	-0,032 (0,56)	0,20	5,37	71

(MCO) Mínimos cuadrados ordinarios.

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10⁻⁴.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 7
RESULTADOS AL INCORPORAR VARIABLE GRUPO ECONOMICO (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_t (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 5 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	GRUPO	R ² **	F	n
1980	0,466 *** (6,24)	-2,740 (-1,40)	0,447 (1,66)	-0,050 (-0,34)	0,045 (0,88)	0,12	2,50	44
1983	0,490 (5,98)	-1,120 (-1,92)	0,278 (0,86)	0,174 (1,34)	0,087 (1,22)	0,04	1,57	56
1985	0,472 (6,26)	-1,069 (-4,41)	0,444 (1,60)	0,225 (2,10)	0,101 (1,93)	0,31	7,05	55
1987	0,484 (5,78)	-462,5 (-2,40)	0,457 (1,54)	-0,115 (-0,99)	0,108 (1,96)	0,25	6,33	64
1990	0,582 (8,33)	-250,7 (-2,88)	0,526 (2,21)	-0,202 (-2,11)	-0,033 (-0,68)	0,29	8,24	71

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10 %.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 8
RESULTADOS AL INCORPORAR VARIABLE GRUPO ECONOMICO (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_{10} (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 10 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	GRUPO	R ² **	F	n
1980	0,561 *** (8,24)	-3,040 (-1,73)	0,456 (1,89)	0,015 (0,11)	0,042 (0,91)	0,14	2,74	44
1983	0,611 (8,05)	-1,12 (-2,08)	0,180 (0,60)	0,216 (1,80)	0,077 (1,16)	0,04	1,68	56
1985	0,589 (8,95)	-1,084 (-5,11)	0,351 (1,45)	0,194 (2,08)	0,085 (1,87)	0,38	9,19	55
1987	0,628 (7,96)	-488,4 (-2,70)	0,389 (1,10)	-0,140 (-1,27)	0,064 (1,24)	0,27	6,99	64
1990	0,685 (11,83)	-277,2 (-3,84)	0,400 (2,03)	-0,188 (-2,38)	-0,020 (-0,51)	0,39	12,02	71

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10³.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 9
RESULTADOS AL INCORPORAR VARIABLE SECTOR TRANSABLE (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP₂ (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 2 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	GRUPO	TR	R ^{2**}	F	n
1980	0,368 *** (3,63)	-1,864 (-0,80)	0,357 (1,08)	-0,130 (-0,65)	0,024 (0,39)	-0,018 (-0,21)	0,02	1,22	44
1983	0,267 (2,94)	-1,034 (-1,76)	0,247 (0,76)	0,203 (1,44)	0,079 (1,08)	0,118 (1,73)	0,07	1,80	56
1985	0,286 (3,23)	-0,934 (3,48)	0,397 (1,27)	0,258 (2,00)	0,104 (1,78)	0,077 (1,19)	0,22	4,14	55
1987	0,232 (2,45)	-399,8 (-1,94)	0,507 (1,57)	0,019 (0,14)	0,120 (2,03)	0,157 (2,53)	0,26	5,43	64
1990	0,328 (3,68)	-182,8 (-1,81)	0,670 (2,440)	-0,130 (-1,14)	-0,025 (-0,44)	0,117 (2,10)	0,24	5,40	71

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10⁴.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro 10
RESULTADOS AL INCORPORAR VARIABLE SECTOR TRANSABLE (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_t (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 5 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	GRUPO	TR	R ^{2**}	F	n
1980	0,457 *** (5,32)	-2,772 (-1,40)	0,431 (1,54)	-0,032 (-0,19)	0,043 (0,81)	0,016 (0,22)	0,10	1,96	44
1983	0,395 (4,62)	-1,204 (-2,18)	0,187 (0,61)	0,308 (2,33)	0,058 (0,85)	0,171 (2,66)	0,14	2,82	56
1985	0,417 (5,37)	-1,097 (-4,66)	0,335 (1,22)	0,318 (2,81)	0,085 (1,66)	0,117 (2,05)	0,35	6,85	55
1987	0,404 (4,85)	-457,4 (-2,53)	0,334 (1,18)	-0,001 (-0,01)	0,095 (1,82)	0,161 (2,97)	0,34	7,50	64
1990	0,494 (6,67)	-221,6 (-2,64)	0,508 (2,24)	-0,134 (-1,42)	-0,025 (-0,55)	0,126 (2,73)	0,35	8,73	71

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10².

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Cuadro II
 RESULTADOS AL INCORPORAR VARIABLE SECTOR TRANSABLE (CHILE)

VARIABLE DEPENDIENTE: EP_{10} (Porcentaje acumulado de acciones de propiedad de los 10 mayores accionistas)

Años	CTE	TAM*	COP	REG	GRUPO	TR	R ^{2**}	F	n
1980 ***	0,538 (6,99)	-3,120 (-1,76)	0,418 (1,66)	0,060 (0,39)	0,036 (0,75)	0,040 (0,62)	0,12	2,24	44
1983	0,504 (6,60)	-1,215 (-2,46)	0,078 (0,29)	0,366 (3,10)	0,045 (0,73)	0,191 (3,33)	0,20	3,82	56
1985	0,524 (8,02)	-1,117 (-5,64)	0,222 (0,96)	0,305 (3,21)	0,067 (1,55)	0,139 (2,91)	0,46	10,15	55
1987	0,546 (7,05)	-483,2 (-2,88)	0,184 (0,70)	-0,024 (-0,23)	0,051 (1,06)	0,164 (3,24)	0,38	8,60	64
1990	0,609 (9,99)	-251,9 (-3,65)	0,385 (2,05)	-0,130 (-1,67)	-0,014 (-0,336)	0,109 (2,87)	0,45	12,31	71

* El coeficiente del tamaño debe multiplicarse por 10³.

** R² ajustado.

*** Las cifras entre paréntesis de todas las filas indican el test t de Student al 95%.

Referencias Bibliográficas

- BARANDIARAN, E., "Nuestra crisis financiera", *Estudios Públicos*, Santiago de Chile, oct., 1983.
- BERGSTROM, C. and RYDQVIST, K., "The determinants of corporate ownership: an empirical study on Swedish data", *Journal of Banking and Finance*, 14 (2/3): 237-253, 1990.
- DE LA CUADRA, S. and VALDES, S., *Myths and facts about financial liberalization in Chile: 1974-1982*, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Documento de Trabajo N° 128, 1989.
- DEMSETZ, H., "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, 26: 375-390, Jun., 1983.
- DEMSETZ, H., and LEHN, K., "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, 93 (6): 1155-1177, Dec., 1985.
- GERSON, J. and BARR, G., *The determinants of corporate ownership and control in South Africa*, UCLA, Working Paper, 1991.
- GREGORIE, J., "Estimación de betas accionarios", *Paradigmas en Administración*, Santiago de Chile, (8), 1er sem., 1986.
- HOLMSTROM, B., "Moral hazard and observability", *Bell Journal of Economics*, 10 (1): 74-91, Spring, 1979.
- , "Moral hazard in teams", *Bell Journal of Economics*, 13 (2): 324-340, Autumn, 1982.
- JENSEN, M., "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76 (2): 323-329, May., 1986.
- , "Takeovers: their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1): 21-48, Winter, 1988.
- JENSEN, M. and MECKLING, W., "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360, 1976.
- MIRRELES, J., "The optimal structure of incentives and authority within and organization", *Bell Journal of Economics*, 7 (1): 105-131, Spring, 1976.
- PAREDES, R., *Economics groups in less developed countries*, UCLA, 1989, Mimeo.
- , *Causas de los grupos económicos en Chile*, Departamento de Economía, Universidad de Chile, 1992, Mimeo.
- PAREDES, R., y GUERRERO, H., *Teoría de agencia*, Universidad de Chile, 1990, Mimeo (material docente).
- SANFUENTES, A., "Los grupos económicos: control y políticas", *Colección Estudios CIEPLAN*, (15): 131-170, dic., 1984.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS, "Análisis financiero de una muestra de empresas 1990", *Revista Valores*, Santiago de Chile, 1990.