



El Valor de las Estructuras de Propiedad en el
Desempeño de las Empresas Chilenas (1990-2000)*

Ricardo Raineri B.

Paulina Valenzuela R.

Santiago de Chile

Diciembre 2001

* Se agradecen los comentarios de los participantes del Segundo Encuentro Anual de Finanzas realizado en Enero 2002, Santiago de Chile.

RESUMEN

Los países en desarrollo crean instituciones especializadas para evitar las ineficiencias de sus mercados. La formación de grandes conglomerados de negocios diversificados, la economía informal y la sustitución del mercado local por el mercado global han sido algunas de las respuestas naturales empleadas para evadir las ineficiencias del mercado y de las instituciones locales.

En países latinoamericanos el desarrollo de conglomerados de negocios diversificados ha servido para eludir las ineficiencias locales, permitiendo a través de ellos usar sus propios recursos para brindar a las distintas compañías del conglomerado recursos de inversión, productos y servicios que no están ampliamente disponibles en el mercado local. En Chile, los grupos de negocios han tenido una fuerte presencia e influencia dentro de la economía, se caracterizan por tener estructuras de propiedad concentradas y por lo general utilizan pirámides para estructurarse.

En este artículo, a partir de datos de las empresas chilenas que se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el período 1990-2000, se muestra que las variables asociadas a características vinculadas con una propiedad concentrada y la pertenencia a grupos de negocios tienden a perder importancia para explicar el desempeño de las empresas a partir de la segunda mitad de la década de los 1990. La hipótesis que se plantea para explicar estos resultados es que la economía chilena y a sus instituciones han sufrido un proceso de modernización en las últimas décadas, lo que ha ayudado al desarrollo de mercados más eficientes proveyendo de una infraestructura que apoya un desempeño más óptimo de los negocios, comenzando a reemplazar el rol que han tenido los grupos de negocios diversificados.

INTRODUCCIÓN

Uno de los grandes desafíos que enfrentan las economías en desarrollo es la creación de instituciones que promuevan mercados eficientes en los cuales aparezca la iniciativa individual en actividades creadoras de valor. El gobierno es la entidad que por defecto puede realizar las reformas contractuales e incentivar la creación de la infraestructura institucional del país para generar mercados más eficientes. De acuerdo a Khanna et al. (1997), existen cinco dimensiones dentro del contexto institucional sobre las cuales se define una estrategia de negocios, las cuales son: el mercado de capitales, el mercado laboral, el mercado de productos, el marco regulatorio y el “enforcement” o cumplimiento de contratos.

Los mercados emergentes se caracterizan por fallar en la entrega de una o varias de las dimensiones antes mencionadas, las cuales en economías desarrolladas son eficientemente entregadas. Cuando existe esta falla, los agentes buscan instituciones sustitutas para mitigar las ineficiencias de mercado local, como la creación de mercados informales, el uso del mercado global y la creación de conglomerados de negocios diversificados¹. Chile es una economía emergente, con una presencia importante de grupos de negocio diversificados, lo que de acuerdo a Khanna et al. (1997) es una respuesta natural ante las ineficiencias del mercado local y las instituciones².

¹ El primer tipo de respuesta, el mercado informal funciona de manera paralela a los mecanismos e instituciones establecidas por el Estado. El autor peruano De Soto (1986), basado en la experiencia de su país en la década de los ochenta, interpreta este fenómeno como una respuesta natural frente a la inhabilidad institucional y del Estado para satisfacer las necesidades. En general, el Estado en este ambiente crea infinidad de leyes y tiende a atender intereses particulares. La segunda respuesta, el mercado global, toma ventaja de las posibilidades que ofrece este mercado y realiza un “bypass” de las ineficiencias locales. Finalmente, la tercera respuesta es la creación de conglomerados de negocio diversificados, quien realiza funciones elementales que el sistema no ofrece o lo hace de manera ineficiente, lo que responde a la falta de instituciones eficientes así como provee de mecanismos que permiten el desarrollo de un mercado más eficiente.

² Existen muchas teorías que explican la creación de conglomerados. Amihud et al. (1981; Hermalin et al. (1996; Lane et al. (1998; Amihud et al. (1999; Denis et al. (1999) hablan de la teoría de agencia. La teoría de la

Uno de los primeros autores que analiza el tema de los conglomerados diversificados en economías en desarrollo es Leff (1978), quien conceptualiza estas estructuras como mecanismos que minimizan las ineficiencias por factores primarios, donde el capital y los recursos humanos pueden movilizarse más rápido dentro del grupo que en el mercado externo, y la exposición a riesgo y el mercado de productos intermedios puede resolverse a partir de estructuras de diversificación horizontales y verticales respectivamente. Estas ideas se ven complementadas por estudios que analizan el valor de los conglomerados en economías desarrolladas, en donde se muestra una pérdida del valor de estos grupos diversificados ya que resultan menos eficientes que el mercado en proveer ciertas funciones, necesarias para cada negocio. Por ejemplo, Lamont et al. (2000) muestra pérdidas de valor en compañías holding cuando existen flujos de caja diversificados. Muchos autores creen que la principal razón de esta pérdida es la ineficiencia de los mercados de capital que se crea dentro del grupo³. Por otra parte, Whited (1999) reconoce esta pérdida, pero no la atribuye a los mercados de capital internos y cree que todavía no existe un consenso respecto a las causas. Sin embargo, sí existe acuerdo respecto a que en economías desarrolladas las empresas no diversificadas poseen mayor valor que aquellas integradas en un conglomerado, existiendo la tendencia hacia estrategias y prácticas más focalizadas, limitando las actividades de diversificación por la presión de los accionistas y las tomas de control⁴.

Chile es un país en desarrollo que gradualmente está integrando elementos de una economía desarrollada. Entonces, resulta interesante preguntarse lo que está pasando con el valor asociado a la pertenencia a un grupo económico. Khanna et al. (1999) habla respecto a la

expropiación a accionistas minoritarios es explicada por Claessens et al. (1999). Otras teorías son las relativas a fuentes de financiamiento, recursos y sinergias de la gestión explicadas por Tarziján et al. (2000).

³ La existencia de excesos de flujos de caja puede ser un incentivo para el gerente para invertir en actividades diversificadas, las cuales pueden resultar poco seguras o de bajo valor para los accionistas.

⁴ Berger et al. (1999)

tendencia de desmantelar los grandes conglomerados en economías desarrolladas y que estas prácticas deberían incluirse gradualmente en economías emergentes, con el fin de que las instituciones y el mercado local comiencen a hacerse cargo de tareas que antes eran realizadas dentro del conglomerado. La hipótesis que se testea en este artículo es que el valor que agrega el conglomerado al desempeño de una empresa en la economía chilena ha perdido importancia en la década de los noventa. Los resultados encontrados avalan esta hipótesis y muestran evidencia de que a medida que la economía chilena ha estado evolucionando e integrando paulatinamente elementos de una infraestructura institucional desarrollada, el valor que agregan los grupos económicos diversificados al desempeño de la firma ha disminuido, lo que concuerda también con la tendencia de desmantelación de importantes grupos diversificados chilenos.

LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS EN CHILE

El tema de los gobiernos corporativos en Chile ha tenido un interés creciente, el cual es explicado por la gran cantidad de transferencias y tomas de control de importantes empresas nacionales que ocurrieron en la década de los '90. La importancia del tema, los precios de transferencia y el premio por el control provocaron que la autoridad reformara las leyes asociadas a fusiones, adquisiciones, tomas de control y las asociadas a los gobiernos corporativos.

La evidencia muestra que los grupos de negocios son las estructuras corporativas predominantes en nuestra economía, representando el 91% del total de activos no financieros de firmas registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Estos grupos utilizan estructuras piramidales simples para obtener un nivel de separación entre control y propiedad y los controladores poseen en promedio un 57% del capital consolidado de sus

conglomerados, es decir, más de lo estrictamente necesario para obtener el control de las sociedades. También se caracterizan por tener accionistas minoritarios relevantes como los Fondos Mutuos y los ADR's⁵.

La historia de los conglomerados chilenos está de manera importante ligada a fortunas familiares, lo que en parte explica la alta concentración de propiedad que se caracteriza por tener pocos accionistas con una fracción significativa de las acciones del conglomerado y que además controlan un número importante de filiales y coligadas. Este hecho se puede verificar a través de índices como el porcentaje de acciones en manos del primer accionista (Ver Figura 1), y por el bajo índice de rotación accionaria (Ver Tabla 1).

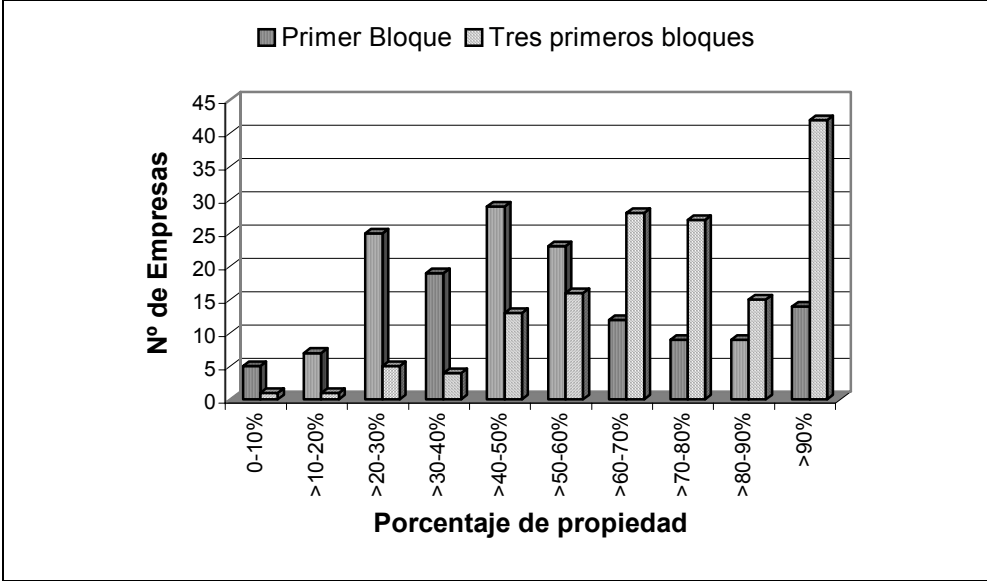


Figura 1: Porcentaje de Propiedad por Accionista en las S.A. Chilenas (2000)

En la Figura 1, se puede apreciar que el porcentaje de propiedad más recurrente que posee el primer accionista está entre un 40% y un 50%, es decir, es común encontrar empresas en que

⁵ Más evidencia se encuentra en Álvarez (1999); Lefort et al. (2000).

domina un solo accionista. Además, se concluye que prácticamente todas las sociedades chilenas son de propiedad mayoritaria de a lo más tres accionistas controladores⁶.

Tabla 1: Rotación Accionaria de la Bolsa de Comercio de Santiago

	Año									
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Rotación Accionaria sin considerar ADR's (%)	6.95	6.19	8.32	16.15	12.85	10.01	7.92	11.47	9.76	
Rotación Accionaria considerando ADR's (%)	8.42	9.75	16.88	29.39	24.36	21.12	20.32	33.24	25.77	

Fuente: Elaboración Propia a partir de Boletines mensuales de la Bolsa de Comercio de Santiago 1995-2000

El nivel de liquidez de las bolsas es otro índice que refleja concentración. Aunque al incluir los ADRs el porcentaje de rotación accionaria aumenta, esto no llega a ser relevante si se compara con índices de economías desarrolladas. Por ejemplo, en USA en el año 1992 la rotación accionaria alcanzó un 42% y el año 1998 esta cifra llegó a 90.2%, comparadas con un 8.42% y un 20.32% respectivamente en Chile.

Respecto a las características de estos grupos, los autores Majluf et al. (1999) concluyeron que éstos poseen estructuras de control piramidales. Existe una compañía de inversión sobre la casa matriz, que se utiliza como vehículo y esquema de control del holding, subsidiarias y filiales. El segundo nivel es el holding, que generalmente está orientado a un sector más específico de las industrias y el tercer nivel incluye las filiales y coligadas, que dependen del holding y son equivalentes a los SBUs (Strategic Business Units). Respecto a los accionistas se concluyó que los inversionistas privados e institucionales poseen una mayor cantidad de acciones, pero sin tener una participación activa en la gestión de las mismas.

⁶ Por ejemplo en el año 2000, 42 de las 152 empresas listadas, pertenecen a la última categoría en que los tres primeros accionistas reúnen más del 90% de las acciones. Si comparamos con índices internacionales, La Porta et al. (1996) realizó un trabajo en que se revela que en promedio los tres primeros accionistas reúnen sólo un 40% de la propiedad de la firma.

Si se comparan las características de estos grupos con la de otros países, se puede decir que existe una mayor similitud con los grupos económicos de Alemania y Japón en el sentido que propiedad y control de la firma están ligados. En cambio, existen mayores diferencias con las características de grupos económicos como los de UK y USA, ya que en éstos la propiedad está mucho más dispersa.

Por último, respecto a la evolución del número de estos grupos (Ver Figura 2), las cifras revelan un aumento significativo del número de éstos inscritos desde el año 1990, llegando el año 2000 a 74 grupos⁷. Sin embargo, la mayor parte de este aumento se debe a la creación de pequeños grupos y más que nada a la división de grupos o traspaso de propiedad de unos grupos a otros, y desde el año 1996 se aprecia un estancamiento en el crecimiento de éstos.

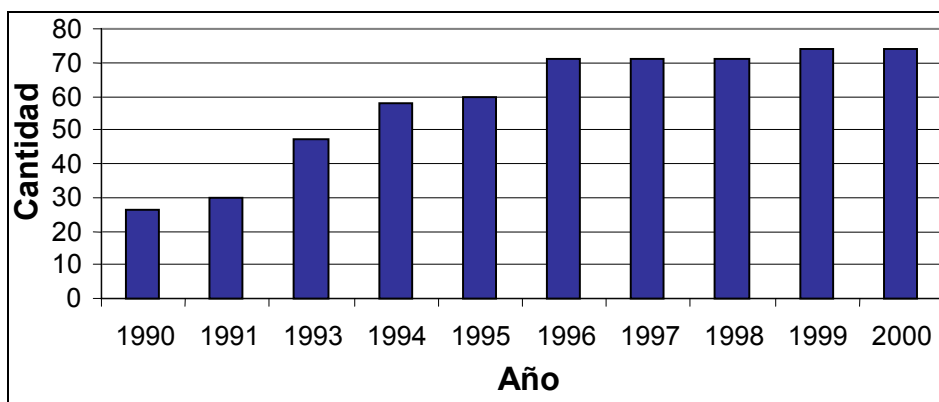


Figura 2: Número de Grupos empresariales en Chile

METODOLOGÍA

La literatura que aborda temas estratégicos y de desempeño es extensa y existen muchos trabajos que intentan modelar los resultados de una empresa en términos de variables tangibles, como el tamaño, el rubro en que están insertas, la estructura de capital o nivel de endeudamiento, variables corporativas, etc. Sin embargo, no hay aún un modelo universal que

⁷ En el año 1992, la SVS no emitió la Circular actualizada.

explique adecuadamente la rentabilidad de las empresas, ya que existen muchas variables difíciles de dimensionar que deberían incluirse. No obstante, en la mayoría de estos estudios se puede notar que la variable asociada a la industria a la cual pertenece el negocio y las características específicas del mismo, son las más relevantes cuando se requiere explicar la variabilidad del desempeño de las empresas⁸.

Para el presente estudio, se decidió utilizar una regresión lineal de algunas variables para modelar el desempeño de las empresas, de manera de obtener el coeficiente de las variables para la regresión y un ajuste del modelo a los datos (R^2) comparable con las demás investigaciones. Además, se estudió la correlación de las variables dependientes con las independientes a través de los años y se realizó un análisis de varianza (ANOVA), para profundizar en la importancia explicativa de las variables del modelo y su evolución.

Datos y Variables

Los datos utilizados fueron obtenidos a través de la base de datos que proporciona la Bolsa de Comercio de Santiago por medio de su software Fecus Plus, de Boletines mensuales y anuales de la misma institución⁹, y de Circulares de la Superintendencia de Valores de Chile, relativas a la conformación de los grupos de negocios y sus actualizaciones en el período 1990-2000.

Las variables independientes utilizadas en el análisis se clasificaron de acuerdo a la naturaleza de las mediciones, se probaron todas las incluidas en la Tabla 2, y el modelo escogía dentro de las linealmente dependientes, las de mejor ajuste¹⁰.

⁸ Algunos de los trabajos que abordan esta materia han sido los realizados por Wook (2000), Crama et al. (1999) y el de McGahan et al. (1998). Los dos primeros se basan en regresiones con un ajuste de los datos (R^2) que fluctúa entre un 0.2 a 0.5. El último de los trabajos en cambio, hace alusión a una nueva corriente que nace en la década de los '80, para analizar el desempeño de las empresas. Se utiliza la descomposición de la varianza para entender la importancia de cada una de las variables independientes dentro del modelo.

⁹ “Boletín Informativo Mensual”, Bolsa de Comercio de Santiago.

¹⁰ Estas variables son las que se utilizan en la mayoría de los estudios sobre desempeño de las empresas.

Tabla 2: Resumen Variables Independientes del modelo

CLASIFICACIÓN	VARIABLE	TIPO	DESCRIPCIÓN
TAMAÑO	Activos	Numérica	Equivale al nivel de activos de la empresa.
	Log (activos)	Numérica	El logaritmo de los activos, es otra variable utilizada en la literatura.
	Patrimonio	Numérica	
	Nº Filiales	Numérica	
	Coligadas	Numérica	
	Filiales + Coligadas	Numérica	
	Nº Trabajadores	Numérica	
NEGOCIO	CIU (2)	Entera	Corresponde a los dos primeros dígitos de la clasificación CIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforme)
	CIU (3)	Entera	Corresponde a los tres primeros dígitos de la clasificación CIU (Clasificación Industrial Internacional Uniforme)
ESTRUCTURA DE CAPITAL	Patrimonio/Activos	Numérica	Razón entre los activos y el patrimonio de la empresa
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD	1º Accionista	Numérica	Porcentaje de propiedad que acumula el primer accionista.
	2º Accionista	Numérica	Porcentaje de propiedad que acumula el segundo accionista.
	3º Accionista	Numérica	Porcentaje de propiedad que acumula el tercer accionista.
	Tres Prop	Numérica	Porcentaje de propiedad de los tres primeros accionistas.
	Prop Con	Entera [0,1]	Sirve para caracterizar una empresa en términos de su concentración de propiedad. Si Tres Prop supera el 40% ¹¹ toma valor igual a 1, en caso contrario, cero. Por lo tanto, en este estudio se consideran a las empresas con propiedad dispersa, como aquellas en las que la propiedad de los tres primeros accionistas no supera el 40%.
	Vot Con	Entera [0,1]	Caracteriza a una empresa de acuerdo a la concentración de votos.
	ECGN	Entera [1, 2, 3, 4]	Esta clasificación se basó en criterios utilizados por la European Corporate Governance Network (ECGN), la cual clasifica en cuatro cuadrantes de acuerdo a las variables Prop Con y Vot Con ¹² .
GRUPO ECONÓMICO	Nº Grupo	Nominal	Se refiere al número del grupo al que pertenece la empresa, de acuerdo a las actualizaciones de la circular Nº1030 de la SVS.
	G.E.	Binaria	Toma valor unitario cuando la empresa pertenece a un grupo económico

¹¹ Este criterio se apoya en el estudio realizado por La Porta et al. (1996), en el cual se concluye que en promedio los tres primeros bloques de accionistas concentran el 40% de la propiedad de las empresas.

¹² Los detalles de esta clasificación se encuentran en <http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/>

Cabe destacar que para la variable *Vot Con* el criterio utilizado fue más complejo. En Chile, la información respecto a las estructuras de control en las empresas es escasa, no existen procedimientos ni obligaciones hacia las sociedades que hagan disponer de esta información. Debido a lo anterior, la clasificación se basó en la propiedad que reunía el primer accionista y en los siguientes supuestos. Si el primer accionista poseía el 50% o más de las acciones se determinó que la empresa tenía un control concentrado. En el caso contrario, se analizó la relación del accionista más importante de la sociedad con las posibles conexiones entre negocios del grupo, si es que existían.¹³ Si la empresa no pertenecía a un grupo empresarial y el accionista mayoritario no concentraba más del 50% de la propiedad, entonces se consideró que la empresa tenía un poder de votación disperso. Si en cambio, los primeros accionistas pertenecían a negocios del grupo y reunían más del 50% de la propiedad, entonces se consideró a la sociedad con poder de votación concentrado, ya que en este caso, el grupo tenía el control de los votos.

Respecto a las variables dependientes, la Tabla 3 detalla sus características.

Tabla 3: Variables Independientes del Modelo

CLASIFICACIÓN	VARIABLE	TIPO	DESCRIPCIÓN
DESEMPEÑO	Rentabilidad	Numérica	Rentabilidad anual de las acciones ¹⁴ en la bolsa para poder cuantificar el valor de la empresa para los accionistas.

¹³ La Superintendencia de Valores y Seguros Chile entrega actualizaciones de carácter anual, de la circular N° 1030 que renueva la nómina de entidades que conforman los diversos grupos empresariales.

¹⁴ La rentabilidad equivale al crecimiento de una inversión efectuada en estas acciones, suponiendo que se adquiere al principio del año y se vende al final, considerando las emisiones de pago, la reinversión de los dividendos y repartos, y la variación del precio en el período. De acuerdo al Boletín informativo de la Bolsa de Comercio, la fórmula matemática para el cálculo de la rentabilidad es la siguiente:

$$R = \left(\frac{p_1 * q_1}{p_0 * q_0 + \frac{(q_s * v_s)}{1 + K_0}} \right) * 100, \text{ donde:}$$

R= Rentabilidad acumulada

	ROA	Numérica	Rentabilidad sobre los activos, es la razón entre las Utilidades (o pérdidas) del ejercicio sobre los activos totales de la empresa. Da una idea del éxito estratégico y competitivo de la empresa.
	Util/Patrimonio	Numérica	Es la razón de las Utilidades (o pérdidas) del ejercicio sobre el Patrimonio.

Modelo

Para testear la hipótesis del valor que han agregado los grupos económicos a las empresas en la década de los noventa, se usaron tres metodologías complementarias: un análisis econométrico entre las variables explicativas y las de desempeño, un análisis de correlación y un análisis de varianza (ANOVA)¹⁵.

Como primer método de análisis a los datos se utilizaron regresiones sobre las variables de desempeño para evaluar la relevancia y evolución de las variables asociadas a la pertenencia a grupos de negocio. Este acercamiento es utilizado en la mayoría de los estudios encontrados en la literatura, en los cuales se pretende explicar el desempeño a través de diferentes efectos tales como, el tamaño, la estructura de capital, la estructura de propiedad, etc. Para cada una de las variables dependientes, se construyó el siguiente modelo para medir el desempeño de una firma “i”, en el año “t”:

$$R_{it}^j = \beta_t^{j0} + \beta_t^{j1} X_{it}^{j1} + \dots + \beta_t^{jk} X_{it}^{jk} + e_{it}^j \quad [\text{Ec. 1}]$$

Donde, R_{it}^j corresponde a la variable de desempeño j (j = 1 para rentabilidad accionaria, j = 2 para ROA, y j = 3 para ROE) de la firma “i” (i entre 40 y 121 dependiendo del año) en el año

p_1 = Precio de cierre en el momento 1 (Liquidación)

q_1 = Cantidad de acciones a vender

p_0 = Precio de cierre en el momento 0 (Adquisición)

q_0 = Cantidad de acciones compradas (generalmente se trabaja en base a 100 acciones)

q_s = Cantidad de acciones a suscribir y pagar

v_c = Valor de suscripción y pago por acción

K_0 = Tasa de rentabilidad acumulada hasta el día anterior al de emisión de pago.

¹⁵ La teoría de estas metodologías se incluye en la siguiente sección.

“t”. El coeficiente β_t^{jk} captura el efecto de cada variable X_{it}^{jk} ($\forall i$) sobre la variable R_{it}^j .

Todas las variables de la Tabla 2, numeradas con el índice “k” como X_{it}^{jk} , están incluidas en las regresiones de acuerdo a criterios estadísticos mencionados en la siguiente sección. De esta forma, algunas variables no fueron incluidas en la Ec. 1. Este modelo se ejecutó de manera independiente para cada uno de los años del período 1990-2000, con lo cual se obtuvieron los diferentes coeficientes β_t^{jk} , para cada año y medida de desempeño.

En este primer análisis a los datos también se consideró una especificación alternativa, se utilizó un segundo modelo que se ejecutó sobre todos los datos del período introduciendo una variable para incluir el efecto del tiempo, y observar la dirección global del efecto de la pertenencia a un grupo de negocios. En este caso, la medida de desempeño “j” para la firma “i” en el año “t” es:

$$R_{it}^j = \beta^{j0} + \beta^{j1} X_{it}^{j1} + \dots + \beta^{jk} X_{it}^{jk} + \gamma^j \ln(t) + e_i^j \quad [\text{Ec. 2}]$$

Donde $\ln(t)$ ingresa el año como variable independiente dentro de la ecuación y γ^j recoge este efecto para la variable de desempeño “j”. Cabe destacar que en este caso los coeficientes β^{jk} son únicos para la variable explicativa “k” y el desempeño “j”, independientes del año del período.

Como segundo análisis a los datos se aplicó una metodología de correlación entre las variables explicativas y las de desempeño. Para cuantificar esta correlación se consideró el coeficiente de correlación de Pearson, que puede no capturar el efecto con otras variables. Para evitar estos casos, se escogió el índice t de correlación parcial. Otro índice útil, especial para análisis de correlación en que participan variable enteras o en las que no puede verificarse el supuesto de normalidad, es usar la versión no paramétrica del coeficiente de Pearson, conocido como coeficiente Spearman.

Finalmente, como tercer método de trabajo se utilizó la técnica ANOVA y en particular se analizó el índice Eta Square, que a través de un análisis de las medias de las variables, indica el porcentaje de variabilidad de la variable dependiente que es explicada por la variabilidad de la variable independiente.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Regresiones

De las regresiones ejecutadas a partir de la Ec.1 se encontró un ajuste decreciente de los datos a partir del índice R^2 respecto a los modelos de Rentabilidad accionaria, ROA y ROE. De acuerdo al estadístico t, de los coeficientes de las variables en las tres medidas de desempeño analizadas, se encontró que en la primera mitad de la década fueron más relevantes las variables asociadas a estructura de propiedad que lo que fueron al final de período, mientras que las variables asociadas con tamaño e industria permanecen importantes en la mayor parte del período.

De manera agregada, también se encontró en la regresión de rentabilidad accionaria una tendencia decreciente en el rango de oscilación de los coeficientes β de las variables asociadas a estructura de propiedad, lo que indica que la importancia de estas variables en el modelo comenzó a disminuir en el período¹⁶. Sin embargo, de acuerdo a los criterios estadísticos utilizados no ingresó en el modelo la variable G.E. que sería la más relevante para sacar conclusiones del efecto afiliación.

Las regresiones realizadas a partir de la Ec.2 tuvieron un R^2 menor a las regresiones de la Ec. 2, pero el test F fue mayor en significancia, lo que comprueba que las variables incluidas en el

¹⁶ Las variables que explican el modelo de la rentabilidad en el período han disminuido su valor, ya sea por el hecho de que las rentabilidades en general han tendido a valores menos oscilantes o porque la importancia de estas variables dentro del modelo ha disminuido, a través de menores valores en los coeficientes β .

modelo están correctas¹⁷. También se encontró un efecto negativo a través de los años reflejado en el coeficiente relativo al año, el cual en las tres regresiones resultó significativo. Esto puede representar una caída de rentabilidad a lo largo del período, producto de una mayor competencia y desarrollo de los mercados.

Correlaciones

Ahora bien, analizando más en detalle lo que ocurre con las variables asociadas a los grupos económicos, podemos analizar el coeficiente Spearman, que es más adecuado que el coeficiente de Pearson para variables ordinales. La Figura 3 incluye un gráfico de este coeficiente entre la variable *Nº Grupo* y las variables de desempeño. Esta figura muestra que, aunque existe una cierta fluctuación positiva y negativa, la correlación entre esta variable y las de desempeño han seguido una tendencia decreciente en el período analizado. La interpretación para las tres variables de desempeño es que la pertenencia beneficiosa o perjudicial a un grupo específico es cada vez menos importante para la rentabilidad accionaria, el ROA o el ROE de las S.A.

¹⁷ Los resultados encontrados son comparables con los estudios respecto al efecto afiliación realizados por Khanna et al. (1998) en 7 países, donde se encontró que el coeficiente de la variable dummy asociada a la pertenencia a un grupo económico en Chile tuvo una media de -0.4 , respecto a resultados positivos en otros países en desarrollo. En este caso se encontró un coeficiente negativo en la regresión de rentabilidad asociado a la variable G.E., lo que concuerda con el estudio anteriormente mencionado, sin embargo para el ROA y ROE, los resultados fueron más bien indiferentes.

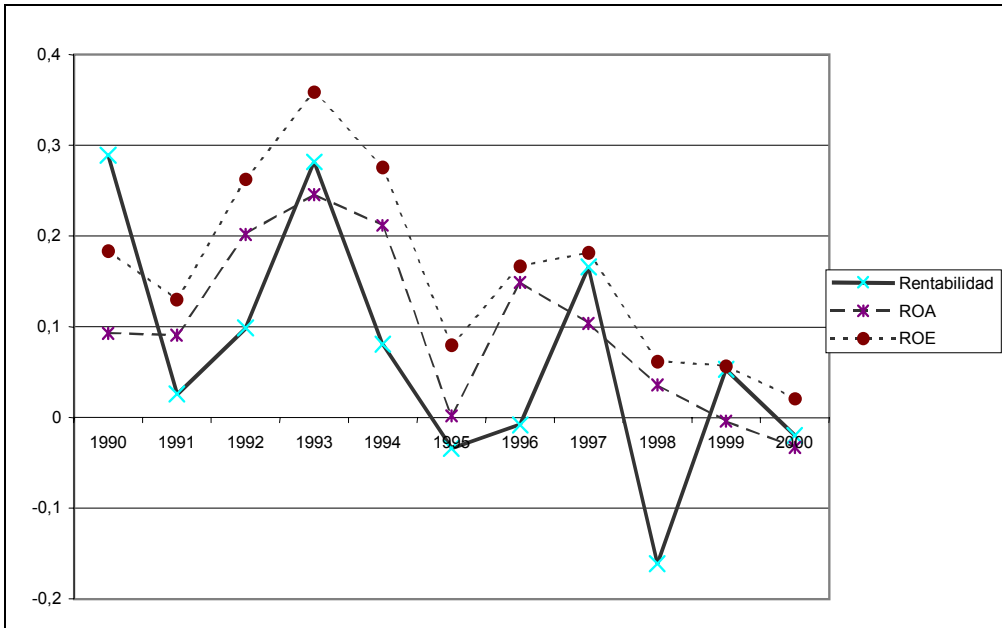


Figura 3: Coeficiente Spearman para la variable N° Grupo

Un análisis similar se puede tener con la variable *G.E.* En la Figura 4 se resume la información gráfica de este coeficiente, que además incluye la información de algunas variables asociadas al grado de diversificación. La correlación entre la pertenencia a un grupo y la rentabilidad accionaria tiene una tendencia logarítmica que se acerca a una asíntota que termina en valores cercanos a cero, es decir sigue un comportamiento similar a los encontrados en el estudio. En cambio, la correlación con las variables ROA y ROE, sigue un comportamiento más fluctuante y menos concluyente; la correlación es positiva y posee un peak en el año 1995. Entonces, podemos decir que en términos de mercado la pertenencia de la empresa a un grupo de negocio ha dejado de ser tan determinante en los resultados accionarios de la empresa. En cambio, en los indicadores financieros ROA y ROE los valores del coeficiente de correlación no presentan una tendencia decreciente en todo el período. Estos valores son concordantes con los análisis realizados por medio de las regresiones.

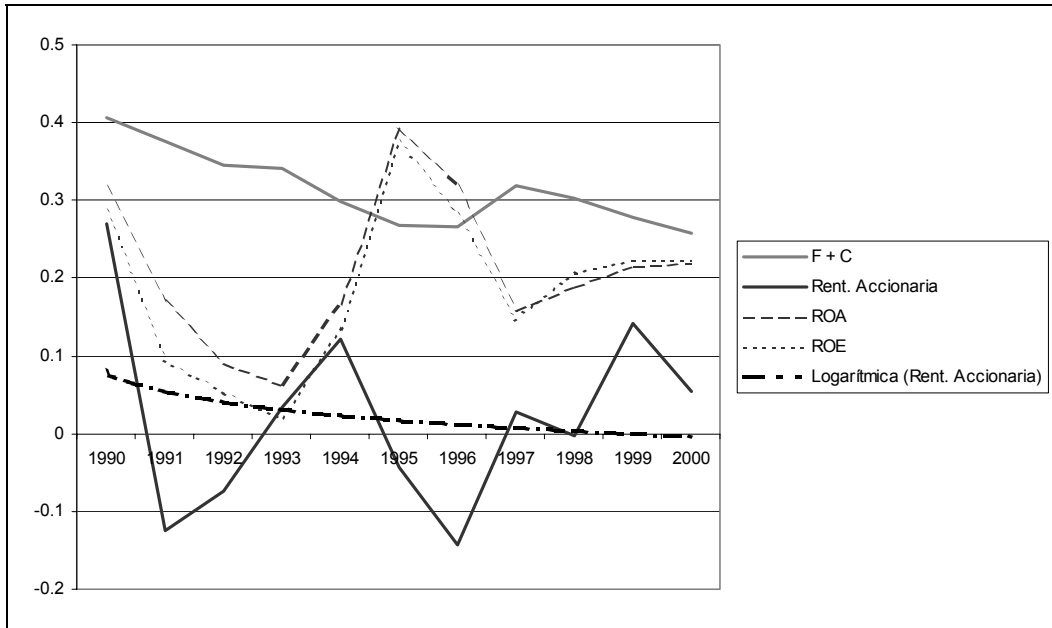


Figura 4: Coeficiente Spearman para la variable G.E.

El comportamiento del índice Spearman, entre G.E. y las variables que contabilizan las filiales y coligadas que posee una S.A., revela que la correlación de esta medida con la pertenencia a un grupo económico ha disminuido, es decir, el grado de diversificación de las empresas pertenecientes a grupos ha disminuido en el periodo. Esta idea se puede complementar con los resultados de la Figura 5, donde se aprecia un aumento explosivo del número de filiales y coligadas, ya que la razón $F+C/N^{\circ}$ Grupos aumentó a pesar de que el número de grupos económicos haya aumentado en esa primera mitad del período. En la segunda mitad de la década el número de conglomerados tiende a estabilizarse y la razón $F+C/N^{\circ}$ Grupos, tiende a valores menores. Todo esto revela que la variable F+C ha disminuido considerablemente en la segunda mitad del período analizado, lo que podría indicar una tendencia hacia una concentración a nivel de unidades de negocios, o la utilización de estrategias más focalizadas en las empresas de la muestra.

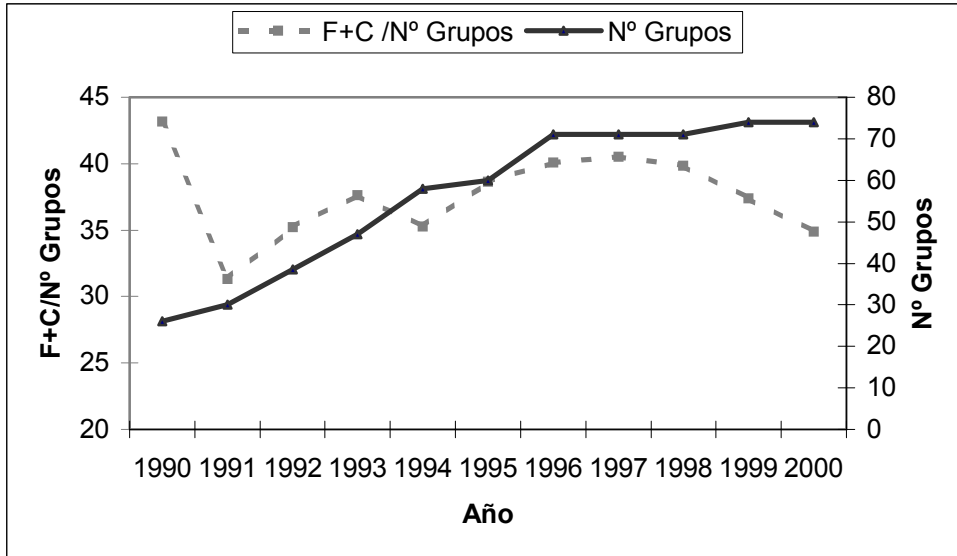


Figura 5: Número de Filiales y Coligadas y número de grupo.

Para las tres variables dependientes analizadas se utilizó el coeficiente de Pearson, controlando las variables: Log(activos), CIU (2) y Patrimonio/Activos. Es decir, se controlaron las variables asociadas al tamaño de las sociedades, negocio en el que está inserto y estructura de capital. Lo anterior, con el objeto de aislar el efecto de éstas sobre las variables de desempeño y poder cuantificar el efecto específico de otras variables de interés como las de propiedad.

La Figura 6 muestra la evolución del coeficiente de Pearson para las variables ingresadas en el modelo de rentabilidad. Se graficó, en particular la correlación de la variable rentabilidad con las variables asociadas a propiedad y grupo económico. Los resultados indican que los valores pueden inscribirse dentro de una envolvente que tiene la tendencia a disminuir hacia fines del período, es decir, la correlación ha disminuido. Esta tendencia se puede interpretar como que las variables asociadas a la estructura de propiedad y grupos de negocio han perdido cierta importancia dentro del modelo que explica la rentabilidad accionaria, en comparación con el carácter explicativo que tenían a principios de la década. Lo anterior, porque se supone que

las variables independientes importantes en el modelo están altamente correlacionadas con las variables explicativas.

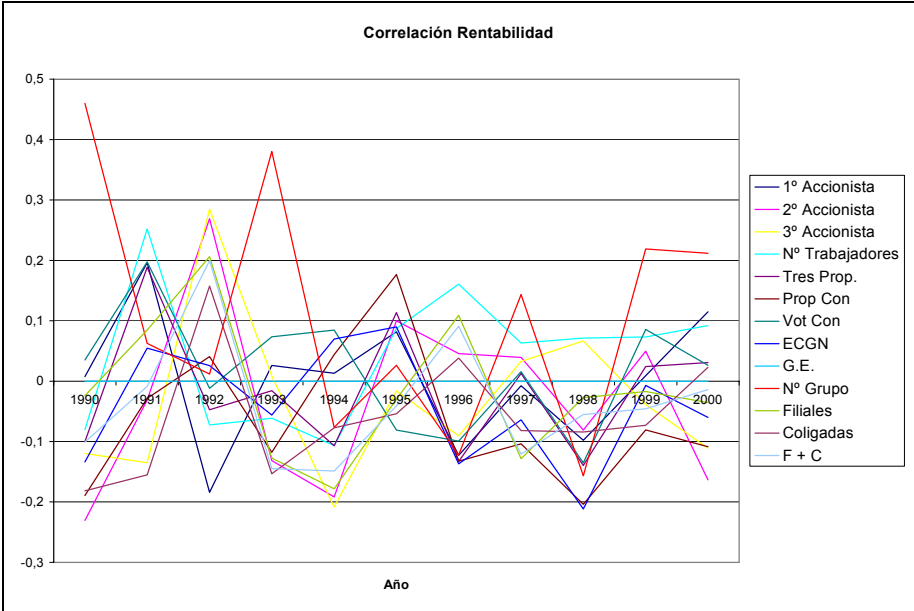


Figura 6: Coeficientes Pearson para la variable Rentabilidad

La Figura 7 muestra resultados similares pero para el caso de la variable ROA. Las mismas variables presentan la tendencia a disminuir el rango de valores en que el coeficiente evoluciona. Es decir, este indicador que tiene relación con el éxito estratégico del negocio también presenta una tendencia hacia una menor relación con las características de propiedad y la pertenencia a grupos económicos en la década estudiada.

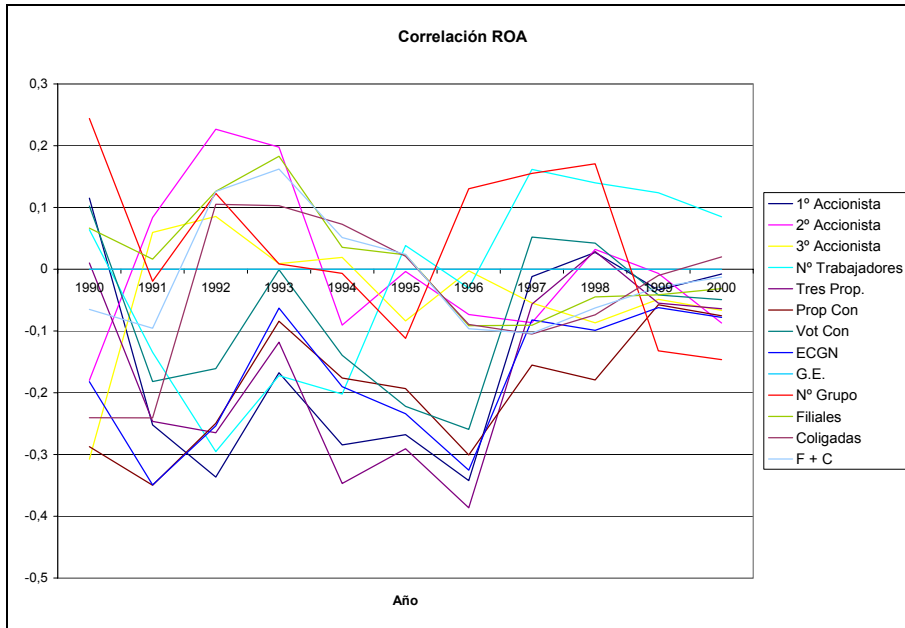


Figura 7: Coeficientes Pearson para la variable ROA

La Figura 8 muestra los resultados para la variable Utilidades/Patrimonio. En este caso, la tendencia se repite pero parece menos obvia por el hecho de que en el año 1993 se presenta una correlación alta entre la variable y el número del grupo al que pertenece la sociedad. Claramente esta importancia disminuye en los siguientes años y desde al año 1998 se ve una disminución del rango del índice de Pearson en relación a los de comienzos de la década.

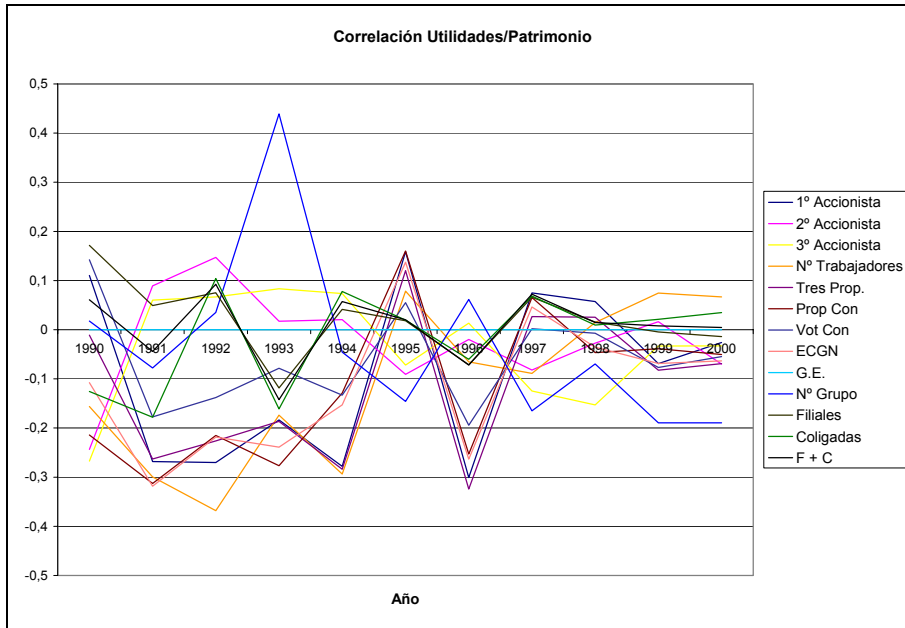


Figura 8: Coeficiente Pearson para la variable Utilidad/Patrimonio

Ahora bien, analizando más en detalle lo que ocurre con las variables asociadas a los grupos económicos, podemos incluir el Índice Spearman, que es más adecuado que el coeficiente de Pearson para variables ordinales. La Figura 9 incluye un gráfico de este coeficiente entre la variable *Nº Grupo* y las variables de desempeño. Esta Figura muestra que aunque existe una cierta fluctuación positiva y negativa, la correlación entre esta variable y las de desempeño han seguido una tendencia decreciente en el período analizado. La interpretación para las tres variables de desempeño es que la pertenencia a un grupo específico es cada vez menos importante para los resultados de la empresa.

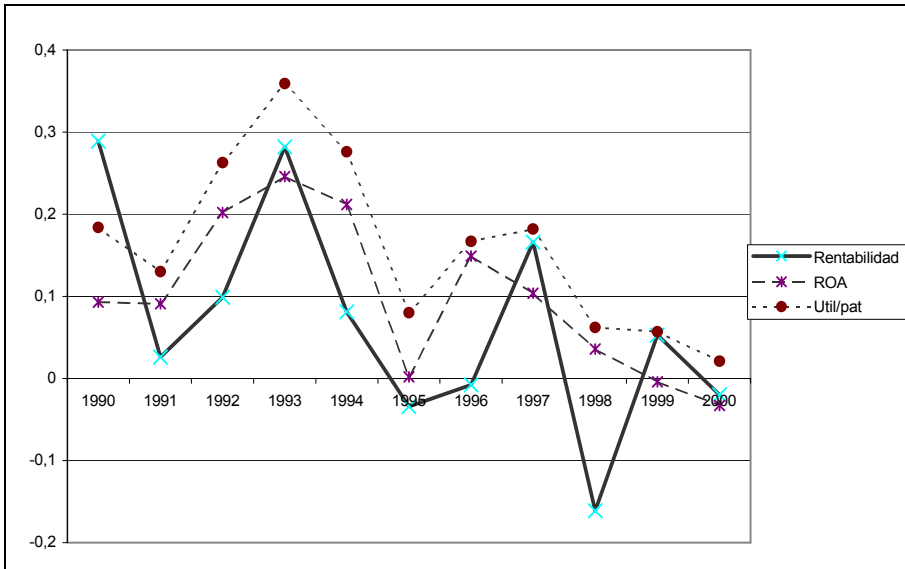


Figura 9: Coeficiente Spearman para la variable N° Grupo

Un análisis similar se puede tener con la variable *G.E.* En la Figura 10 se resume la información gráfica de este coeficiente, que además incluye la información de algunas variables asociadas al grado de diversificación. Si vemos el comportamiento del índice con las variables que contabilizan las filiales y coligadas que posee la empresa, se observa que la correlación de esta medida con la pertenencia a un grupo económico, ha disminuído. Es decir, el grado de diversificación de las empresas pertenecientes a grupos ha disminuido en el periodo, lo que podría indicar una tendencia hacia una concentración a nivel de unidades de negocios o la utilización de estrategias más focalizadas en las empresas de la muestra.

En la misma Figura 10 vemos que la correlación entre la pertenencia a un grupo y la rentabilidad tienen una tendencia logarítmica que se acerca a una asíntota que termina en valores cercanos a cero, es decir sigue un comportamiento similar a los encontrados otras metodologías utilizadas en este estudio. En cambio, la correlación con las variables ROA y Utilidades/Patrimonio, sigue un comportamiento más fluctuante y menos concluyente. O sea, podemos decir que en términos de mercado la pertenencia de la empresa a un grupo de negocio ha dejado de ser tan determinante en los resultados accionarios de la empresa. En

cambio, en los indicadores financieros ROA y Utilidades/Patrimonio los valores del coeficiente de correlación no presentan una tendencia decreciente en todo el período; existe un peak en el año 1995 que luego disminuye hacia fines de la década.

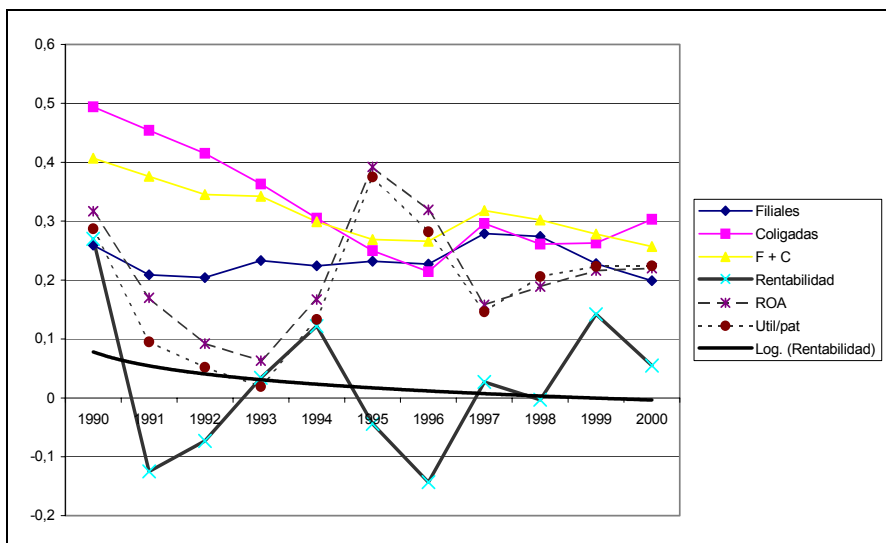


Figura 10: Coeficiente Spearman para la variable G.E.

Análisis de Varianza (ANOVA)

Los resultados del índice Eta Square para el caso del modelo de Rentabilidad accionaria se entregan en forma gráfica en la Figura 11. Se incorporaron todas las variables ingresadas en el modelo: tamaño, estructura de capital, variables de propiedad y grupo de negocio, encontrándose un comportamiento decreciente similar a del análisis de las correlaciones. En este caso, los valores del estadístico disminuyen asintóticamente hacia valores cercanos a cero a lo largo del período.

La Figura 11 indica que los valores máximos de este índice en cada una de las series analizadas, han ido disminuyendo a lo largo del período. Podemos decir entonces, que las variables dentro del modelo explican cada vez menos la varianza de la rentabilidad accionaria.

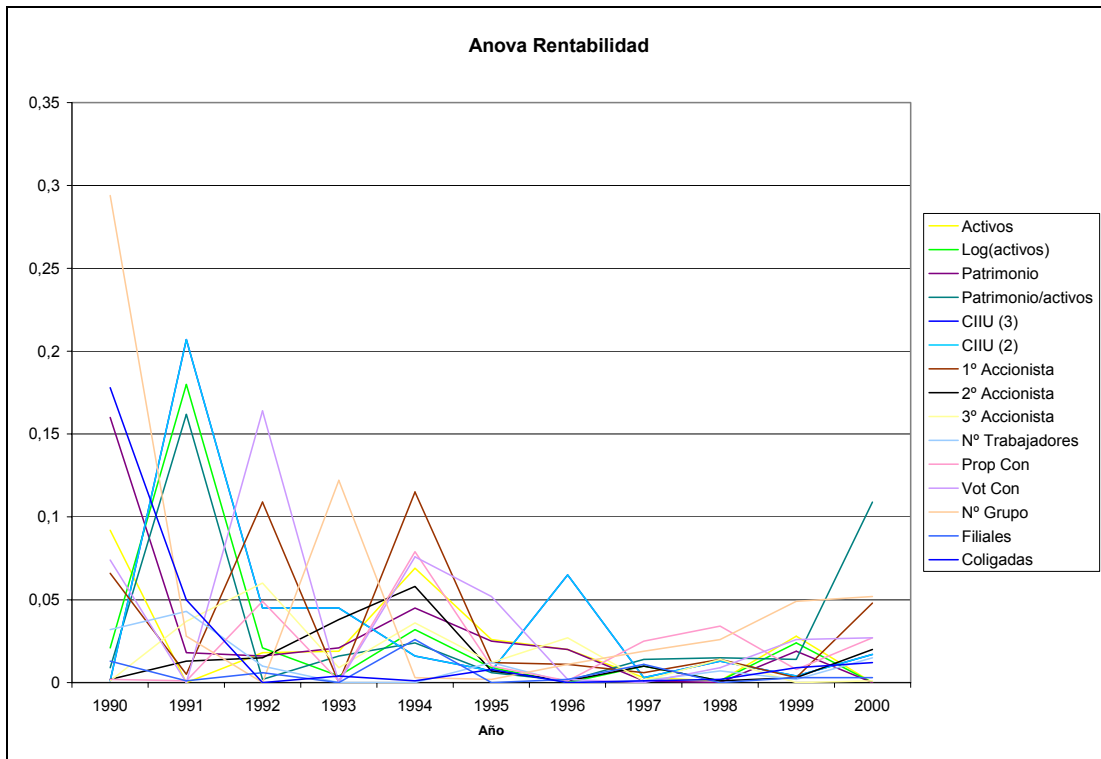


Figura 11: Eta Square para la variable Rentabilidad Accionaria

La Figura 12 analiza en detalle lo que ocurre con las variables asociadas a los grupos económicos (*Nº Grupo* y *G.E*) para el caso de la rentabilidad accionaria. La variable *G.E* posee una tendencia logarítmica decreciente y valores que van en descenso en el período excepto por el valor alcanzado en el año 1996. Pero en ese año, la dirección de la correlación es negativa con la rentabilidad, lo que quiere decir que ese peak explica que la pertenencia a un grupo económico provoca una alta variabilidad negativa respecto a la rentabilidad de las empresas en el año 1996. Lo mismo ocurre con la tendencia logarítmica y la variable *Nº Grupo*, que presenta una tendencia aún más marcada dentro del período, pero que hacia fines del período tiende a estabilizarse hacia valores cercanos a 0.05.

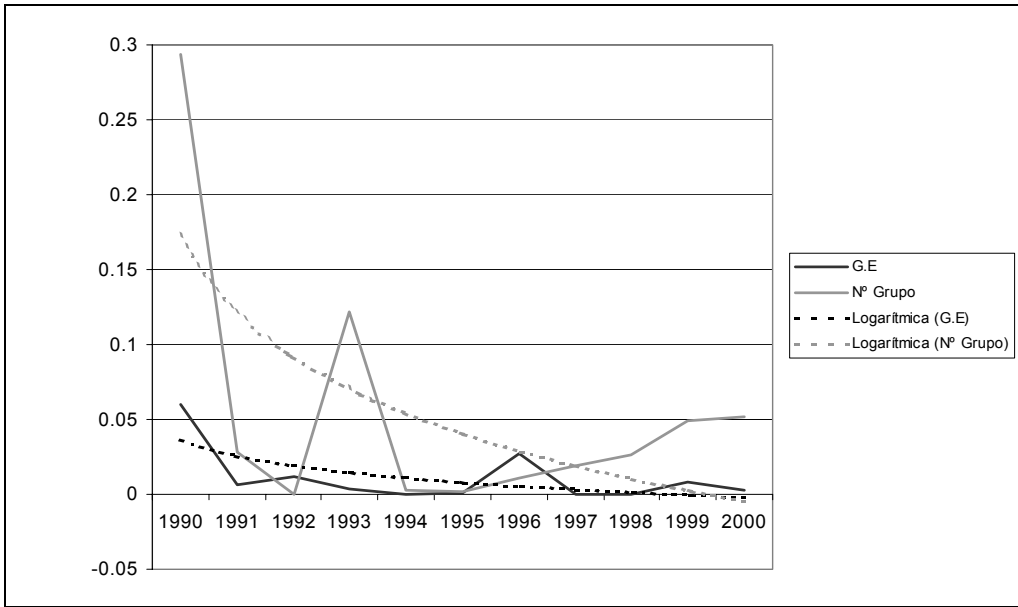


Figura 12: Eta Square Rentabilidad con algunas variables del modelo

Los resultados del análisis Eta Square para el caso de la variable ROA se presentan en la Figura 13. En este caso se excluyeron del gráfico las variables Patrimonio/activos y Log(Activos) y se obtienen resultados similares a los de la variable rentabilidad accionaria. Es decir, los datos tienden a valores menos fluctuantes dentro del período y cercanos a cero.

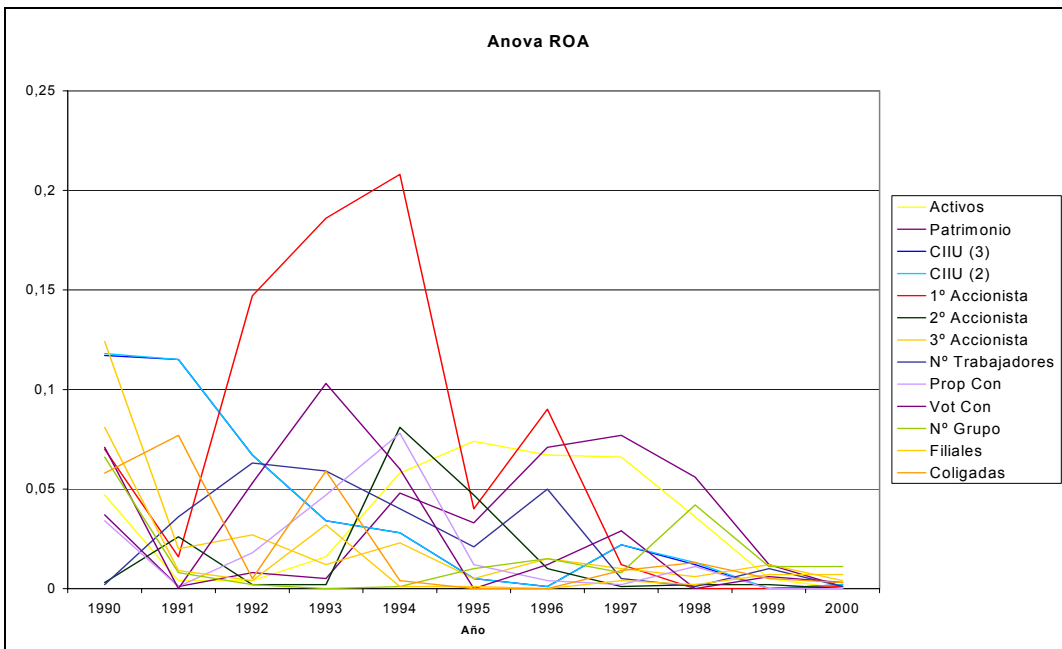


Figura 13: Eta Square para la variable ROA

Finalmente, la Figura 14 ilustra los resultados para el caso de la variable ROE. En esta Figura se excluyó la variable Patrimonio/Activos, asociada a la estructura de capital, y se obtuvieron resultados totalmente análogos que los de las variables de desempeño Rentabilidad y ROA.

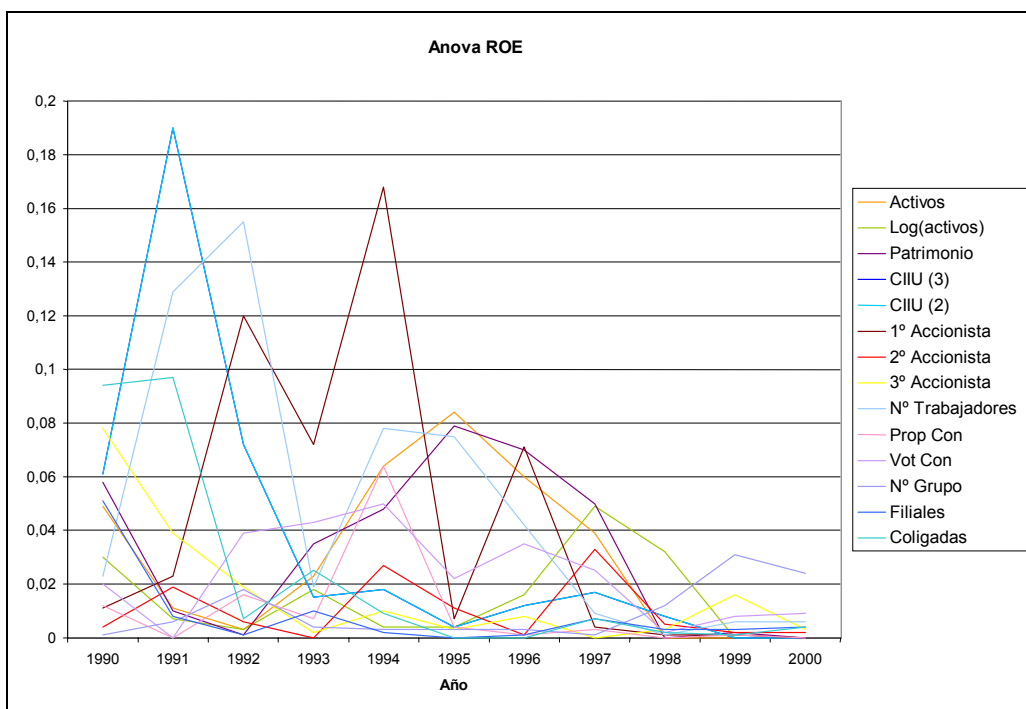


Figura 14: Eta Square para la variable ROE

CONCLUSIONES

La búsqueda de mercados eficientes es un tema en el cual las economías emergentes siguen evolucionando. Aún no existe una única respuesta exitosa para suplir las deficiencias de las instituciones e instrumentos que promuevan el desarrollo de los mercados; promoción que debería estar vinculada a una mayor eficiencia en el mercado de capitales, productos, oferta y capacitación laboral, así como la creación de un marco regulatorio junto con los instrumentos necesarios para su cumplimiento (*enforcement*). Para manejar estas deficiencias, las economías en desarrollo quedan con el surgimiento del mercado informal, la globalización y

los conglomerados de negocios diversificados. Particularmente en Chile, los grupos de negocios han tenido una presencia importante, prestigio y fuerte influencia dentro de la economía.

Este artículo aborda el tema de los grupos económicos como respuesta a las deficiencias institucionales de la economía chilena. Se analizan datos de las entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros en el período 1990-2000. Los resultados, basados en análisis econométricos, revelan en particular que las variables asociadas a características vinculadas con la estructura de propiedad y la pertenencia a grupos de negocios tienden a perder importancia para el desempeño de la empresa, sobretodo en términos accionarios, y, dejan de ser relevantes para la sociedad. Es decir, el aporte que agrega este tipo de estructura para los accionistas ha tendido a disminuir en el período analizado. Esto se debe a que dentro del modelo van perdiendo su carácter explicativo y además las correlaciones con estas variables presentan tendencias decrecientes y cada vez más negativas.

Esta evidencia empírica puede asociarse con teorías que desde hace tiempo vienen desarrollándose por diferentes autores. Uno de los primeros autores que puede mencionarse es Leff (1978), quien afirma que los grupos empresariales en economías emergentes ejemplifican los arreglos que surgen cuando otras instituciones como los mercados de capital o trabajo son débiles o no existen. A su vez, Khanna et al. (1999) indican que, siguiendo el modelo de los países desarrollados de occidente, los conglomerados diversificados deberían empezar a reestructurarse para que el mercado comience a hacerse cargo de ciertas transacciones que antes eran internalizadas por los grupos económicos. Ambos autores ven a los grupos económicos diversificados como una respuesta en las economías en desarrollo, pero en la medida que los mercados comienzan a evolucionar y adquirir características de un

modelo más desarrollado, estos grupos comienzan a perder ciertas potencialidades y pueden incluso ser perjudiciales para los que se relacionan con estas entidades.

La década de los ochenta fue un período de apogeo para los conglomerados diversificados, en esa época las regulaciones económicas que venían incorporándose no estaban totalmente afiatadas en la economía¹⁸, y el mercado laboral y de productos no presentaba la competencia que generó en la década de los '90. La tendencia encontrada en el análisis, basada en la teoría antes mencionada, puede ser explicada por la incorporación de elementos que han ayudado a que la economía se desplace hacia un escenario más desarrollado. Esta incorporación de elementos puede medirse a través de algunos índices comparativos. Por ejemplo, aquellos que relacionan la gestión de nuestra economía con la de otros países como el HDI¹⁹, indicadores asociados a la informalidad, ingreso per cápita, índices de libertad económica, índices de percepción de la corrupción, etc., los cuales demuestran que respecto de otros países emergentes, la economía chilena ha sabido aprovechar algunas oportunidades para establecer un escenario más competitivo y desarrollado en términos económicos.

De manera general, se puede decir que ciertos tipos de estructuras de gobiernos corporativos, como los grupos de negocios y la concentración de propiedad que antes se utilizaban para evitar las deficiencias institucionales del mercado, están perdiendo valor para las empresas y sobretodo para los accionistas ya que no existe una relación clara con las medidas de desempeño. La razón de esta pérdida podría ser la incorporación de nuevos elementos y una mayor infraestructura institucional que permiten que en estos momentos el mercado local se vaya haciendo más eficiente para llevar a cabo las transacciones. En este sentido, cabe señalar

¹⁸ Por ejemplo, la creación de la SuperIntendencia de Valores y Seguros fue en el año 1980, la SuperIntendencia de Electricidad y Combustible fue en el año 1985, Superintendencia de Instituciones de Salud Previsional en el año 1990. En el año 1997 se establecen las normas sobre protección de los derechos de consumidores.

¹⁹ HDI: Human Development Index, donde Chile aparece bien evaluado dentro de las economías emergentes.

que existen señales tangibles que refuerzan los resultados encontrados en este estudio. El caso de ADS GENER y COPEC son ejemplos de grupos que últimamente han tomado decisiones hacia estrategias de negocios más focalizadas, limitando su nivel de diversificación y centrándose en los negocios en que presentan mayores ventajas comparativas.

Sin embargo, la evidencia de este artículo no revela causalidad y es posible plantear nuevas hipótesis para interpretar los resultados y que podrían verificarse en estudios posteriores. Una de las teorías probables que surgen del alcance del estudio es que por tratarse de sociedades fiscalizadas por la SVS, el estudio oculte una realidad distinta de las sociedades cerradas o limitadas no fiscalizadas. Además, se agregan más factores que podrían considerarse en futuras investigaciones, en particular la evolución del costo de operar en la Bolsa de Comercio.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, C. (1999). **“Introducción a la Teoría del Control Corporativo: Aplicación al Caso Chileno.”** Departamento de Ingeniería Industrial y de Sistemas. Pontificia Universidad Católica de Chile. Santiago de Chile.
- Amihud, Y. and B. Lev (1981). **“Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers.”** The Bell Journal of Economics: pp. 605-617.
- Amihud, Y. and B. Lev (1999). **“Does Corporate Ownership affect its strategy towards diversification?”** Strategic Management Journal. vol. 20: pp. 1069-1069.
- Berger, P. and E. Ofec (1999). **“Causes and Consequences of Corporate Refocusing Programs.”** Review of financial studies. vol. 12: 311-345.
- “Boletín Informativo Mensual.”**(1990-2000)., Bolsa de Comercio de Santiago.
- Claessens, S., S. Djankov, et al. (1999). **“Corporate diversification in East Asia: The role of ultimate ownership and group affiliation.”**, World Bank.
- Crama, Y., L. Leruth, et al. (1999). **“Corporate Governance Structures, Control and Performance in European Markets: A tale of two Systems.”**. Liegè, Bélgica., University of Liège.
- De Soto, H. (1986). **“El Otro Sendero.”** Lima.
- Denis, D., D. Denis, et al. (1999). **“Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies.”** Strategic Management Journal. vol. 20: pp. 1071-1076.

- Hermalin, B. and M. Katz (1996). **"Corporate Diversification and Agency."**, University of California at Berkeley.
- Khanna, T. and K. Palepu (1997). **"Why focused strategies may be wrong for emerging markets?"** Harvard Business Review. July - August.
- Khanna, T. and K. Palepu (1999). **"The right way to restructure conglomerates in emerging markets."** Harvard Business Review. July - August: pp. 125-134.
- Khanna, T. and J. Rivkin (1998). **"Estimating the Performance Effects of networks in Emerging Markets."** Boston, Harvard Business School Working Paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, et al. (1996). **"Law and Finance."** Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- Lamont, O. and C. Polk (2000). **"Does Corporate Diversification destroy Value? Evidence from Industry Shocks."**
- Lane, P., A. J. Canella, et al. (1998). **"Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev reconsidered."** Strategic Management Journal. vol. 19: pp. 555-578.
- Leff, N. (1978). **"Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups."** Economic Development and Cultural Change. vol. 26.
- Lefort, F. and E. Walker (2000). **"Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypothesis of Governance."** Abante vol. 3.
- Majluf, N., N. Abarca, et al. (1999). **"Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups."** Abante. vol. 1.
- McGahan, A. and M. Porter (1998). **"What do we know about variance in Accounting Profitability?"**. Boston, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Tarziján, J. and J. Rivera (2000). **"Reasons for Conglomeration: Empirical Analysis of Management in Chile"**. Abante. vol. 3.
- Whited, T. (1999). **"Is it inefficient investment that causes the diversification discount?"**, University of Mariland.
- Wook, S. (2000). **"Control, Ownership, and Firm Performance: the case of Korea."** Korea, Korea Development Institute.