

**DECISIONES FINANCIERAS EN LA EMPRESA CHILENA: UNA MIRADA A
TRAVÉS DE LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO***

PABLO DE ANDRÉS ALONSO**
PABLO SAN MARTÍN MOSQUEIRA***
PAOLO SAONA HOFFMANN***

ABSTRACT

The aim of the paper is to analyze the Chilean firms' financial decisions on market value. The economic environment considers both the absence and existence of growth opportunities for a panel of 180 quoted Chilean companies during the period 1990 - 2001. Our results support the disciplinary view of debt in absence of profitable growth opportunities (overinvestment problem) and their investment inhibit effect in the contrary case (underinvestment and asset substitution problems). Furthermore, we find a positive and non-linear relationship between ownership structure and the firm value for the case of low growth opportunities firms.

Keywords: Capital Structure, Ownership, Growth Opportunities, Panel Data.

JEL: G31, G32, G35

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar la incidencia del endeudamiento de las empresas chilenas sobre su valor de mercado en un contexto de ausencia o presencia de oportunidades de crecimiento. Para un panel de datos con 180 sociedades anónimas chilenas durante el período 1990 - 2001, los resultados son consistentes con el papel disciplinario de la deuda en ausencia de oportunidades de crecimiento (problema de sobreinversión) y con el efecto inhibidor de inversiones en

* Los autores agradecen los valiosos comentarios del evaluador anónimo, y de E. Walker (editor), V. Azofra, G. de la Fuente, J. A. Rodríguez y E. Romero. Esta investigación ha sido financiada por la Dirección General de Universidades de Castilla y León (ref. VA 05204). Todos los errores y omisiones son exclusiva responsabilidad de los autores.

** Universidad de Valladolid, Departamento de Economía y Administración de Empresas, Avenida Valle del Esgueva, 6, 47011-Valladolid, ESPAÑA. Ph: +34 983423334, Fax: +34 983183830, pandres@eco.uva.es.

*** Universidad de Valladolid y Universidad Austral de Chile.

el caso contrario (problemas de subinversión y de sustitución de activos). Por otra parte, para el caso de las empresas con pocas opciones de crecimiento, se reconoce parcialmente la influencia positiva y no lineal de la concentración de propiedad en el valor.

No cabe duda de que las oportunidades de crecimiento han estado presentes en el análisis de las decisiones financieras desde los trabajos seminales de Modigliani y Miller (1958; 1961). A lo largo de las últimas décadas y con diferentes enfoques, numerosos trabajos han intentado concretar el efecto que tienen sobre las decisiones financieras y, por ende, sobre el valor de la empresa (Myers, 1977; Jensen, 1986; Morck *et al.*, 1988; Smith y Watts, 1992; Lang *et al.*, 1996; Gambola *et al.*, 1999; AlNajjar y Riahi-Belkaoui, 2001; Danbolt *et al.*, 2002). Especial atención merece, para el desarrollo de este estudio, el trabajo de McConnell y Servaes (1995) para la realidad angloamericana, reflejada en Estados Unidos, y el de Andrés *et al.* (2000) para la continental europea, en concreto para el caso español. Ambos trabajos examinan la incidencia que tienen las decisiones financieras adoptadas en el seno de la empresa sobre su valor de mercado, en un contexto de existencia o ausencia de oportunidades de crecimiento. El interés de la presente investigación radica en la ampliación del marco territorial de los anteriores artículos para el ámbito chileno, con el fin de contrastar las hipótesis sobre la política de endeudamiento empresarial y su estructura de propiedad, teniendo en cuenta la idiosincrasia institucional del país.

El contraste empírico se realiza a partir de un panel de 180 empresas chilenas no financieras que han cotizado en el mercado de valores chileno en el período 1990 - 2001. La información se obtuvo de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU), elaborada por la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), y fue dividida en tres bloques en función de su índice P/E (ratio precio-beneficio). Las relaciones planteadas teóricamente se contrastan sobre dos submuestras: una de empresas con mayores oportunidades de crecimiento y otra de empresas con menores oportunidades de crecimiento. La utilización de la metodología de regresión con datos de panel permite considerar las características individuales de cada empresa y aislarlas de los efectos temporales en las relaciones establecidas.

Los resultados obtenidos son congruentes con los postulados teóricos. Así, en consistencia con Jensen (1986), McConnell y Servaes (1995) y Andrés *et al.* (2000), la deuda se revela como mecanismo disciplinario de

la dirección para empresas con pocas opciones de crecimiento (problema de sobreinversión); mientras que, para empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, el nivel de endeudamiento mantiene un efecto nocivo sobre el valor de las empresas por su efecto inhibitor de la inversión, conocido como problema de subinversión (Myers, 1977).

Por otra parte, se encuentra evidencia parcial, en primer lugar, del efecto beneficioso de una estructura de propiedad concentrada, donde la separación propiedad-dirección es menos visible y, en segundo lugar, del efecto negativo que la concentración de la propiedad, a partir de un cierto nivel, ejerce sobre el valor. Dicha influencia encuentra sentido en el problema de expropiación de riqueza padecida por los accionistas minoritarios y en la menor especialización de la dirección (Carey y Rosen, 2001; Leuz *et al.*, 2003). Luego, como consecuencia de las carencias del sistema legal chileno, los intereses de los accionistas minoritarios y de los acreedores tienden a ser protegidos mediante mecanismos internos de control (Filatotchev y Mickiewicz, 2002). En consecuencia, como muestran Majluf *et al.* (1998) y más recientemente Lefort (2003), las empresas chilenas generalmente mantienen estructuras de propiedad muy concentradas.

El trabajo se estructura de esta forma. En la sección siguiente se revisan los principales planteamientos sobre las oportunidades de crecimiento y su relación con el endeudamiento y con la estructura de propiedad. En la segunda sección se describen la muestra, las variables y la metodología empleada. En la tercera se presentan los resultados de la contrastación empírica de las hipótesis, y por último, en la cuarta, las principales conclusiones.

I. OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

De acuerdo con Myers (1977) el valor de la empresa se concibe como la suma del valor de los proyectos en funcionamiento ? *assets-in-place*? y el valor de las oportunidades de crecimiento. Por tanto, el valor de la empresa se puede obtener combinando el valor actual de ganancias perpetuas y uniformes de los activos actuales de la empresa (*assets-in-place*) y el valor actual de las oportunidades que la empresa ofrece para realizar inversiones adicionales en activos reales, o tangibles, que rindan más allá de la tasa de retorno normal ? de mercado? (Pilotte, 1992). Estas oportunidades tienen la forma de alternativas incorporadas en la ejecución de determinados proyectos de inversión, y traducibles en términos de

capacidad empresarial para realizar nuevas asignaciones de recursos en el futuro que serán origen de nuevas rentas.

A. *Oportunidades de crecimiento y endeudamiento*

A pesar de la dificultad para medir las oportunidades de crecimiento, no hay duda de que suponen un factor determinante de las políticas de financiación empresarial (Myers y Majluf, 1984; Harris y Raviv, 1991; Smith y Watts, 1992; Goyal *et al.*, 2002). Así, la existencia de elevadas oportunidades de crecimiento podría inducir a las empresas a incurrir en el problema de *subinversión* o en el de *sustitución de activos*, ambos especialmente nocivos para el valor de la empresa. El primero de los problemas citados se presenta en empresas con elevados niveles de deuda, donde los accionistas no tienen incentivos para realizar proyectos rentables, cuyos resultados serían capturados por los acreedores. El denominado por Myers (1977) *problema de subinversión* de la deuda se presenta así cuando la dirección ? en coalición con los accionistas? deja de realizar ciertos proyectos de inversión con VAN (Valor Actual Neto) positivo siempre que los costes son asumidos por los aportantes de capital, los accionistas o por la empresa; mientras que los potenciales resultados positivos que generen les correspondan a los partícipes con derechos prioritarios sobre los recursos de la empresa, los acreedores. En este sentido, niveles extremos de deuda suponen el rechazo de proyectos que aumentarían el valor de la empresa. Y, en sentido contrario, cuanto mayor sean las oportunidades de crecimiento, menores los *ratios* de endeudamiento (Myers, 1977; Smith y Watts, 1992; McConnell y Servaes, 1995; Andrés *et al.*, 2000; Morgado y Pindado, 2003).

El segundo problema citado se refiere a la posibilidad de que un nivel elevado de deuda estimule a la dirección para emprender una política de inversión subóptima, desarrollando proyectos de inversión demasiado arriesgados, cuyo coste en caso de fracaso sería asumido por los obligacionistas (Jensen y Meckling, 1976). Dado que la responsabilidad de los accionistas es limitada¹ cuando los resultados son negativos serán los obligacionistas quienes asuman esos costes en mayor medida. Los obligacionistas preferirán siempre desarrollar proyectos menos arriesgados que generen corrientes de fondos más estables y seguras, y que les permita

¹ Los accionistas sólo responden de las pérdidas de la empresa con la cantidad aportada como capital de la organización, nunca con su riqueza personal.

recuperar el total de sus aportaciones. El problema de la sustitución de activos se deriva de la alineación de intereses entre directivos y accionistas, puesto que, si los resultados del proyecto son negativos, las pérdidas serán acusadas por los obligacionistas, mientras que si, por el contrario, resultan elevados, a ellos sólo les correspondería la devolución de la cantidad prestada, pero no tienen acceso a los beneficios.

Por tanto, en el contexto definido por la presencia de oportunidades de crecimiento, parece más conveniente que las empresas mantengan un nivel de deuda reducido (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith y Watts, 1992; McConnell y Servaes, 1995; Rodríguez, 1997; Andrés *et al.*, 2000; Goyal *et al.* 2002).

Ahora bien, cuando las empresas disponen de escasas oportunidades de crecimiento, los problemas de subinversión o de sustitución de activos pierden relevancia a favor de otro problema bien conocido: el problema de la sobreinversión (Jensen, 1986). Este problema surge cuando la empresa dispone de recursos libres de tesorería (*free cash-flow*) tras haber financiado todos aquellos proyectos de inversión rentables. En estas situaciones, la dirección puede decidir invertir en proyectos menos rentables en lugar de repartir dividendos, generando un conflicto entre accionistas y dirección que reduce el valor de la empresa. El endeudamiento proporciona una manera de prevenir este problema al obligar a la dirección a hacer frente a los compromisos de la deuda, evitando así la asignación de los recursos a inversiones no rentables. De esta forma, para las empresas que generan más fondos de los que pueden invertir de forma eficiente,² el endeudamiento puede tener un efecto positivo sobre el valor de la empresa, derivado de su capacidad disciplinaria sobre la dirección. Dicha disciplina es ejercida directamente por la deuda e indirectamente por el mercado, al que debe acudir la empresa con más frecuencia cuando necesite fondos para financiar sus inversiones.³

² Gambola *et al.* (1999) asocian empresas con bajas oportunidades de crecimiento a empresas maduras, es decir, con bajas posibilidades de seguir creciendo.

³ Llegados a este punto, es necesario señalar que el estudio de las relaciones propuestas no es ajeno a los problemas de endogeneidad característicos de la relación entre el nivel de endeudamiento de las empresas y las oportunidades de crecimiento. Generalmente la relación entre las variables no es exclusivamente unidireccional. De hecho, es posible plantear que el nivel de endeudamiento explique las oportunidades de crecimiento, así como que éstas expliquen el nivel de deuda de las empresas. Por lo tanto, las relaciones propuestas y la interpretación de los resultados que obtengamos en nuestra investigación no deben obviar las siempre necesarias cautelas.

B. *Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad*

En un contexto de agencia (Jensen y Meckling, 1976), el objetivo básico empresarial de los propietarios, la maximización de su riqueza, no queda perfectamente protegido, salvo que se consiga una alineación de los intereses del directivo, agente, con los de los propietarios, principales, o que existan unos mecanismos de control lo suficientemente fuertes como para limitar el comportamiento discrecional del equipo ejecutivo. La alineación de intereses puede ser conseguida a través de la participación de los directivos en el capital social de la empresa, mientras que la concentración de la propiedad se contempla en la literatura en términos de un incremento del control por parte de los accionistas. En cualquiera de los dos casos, la valoración del mercado será favorable, recogiendo los efectos de una reducción en los costes de agencia derivados de la habitual separación entre propiedad y control de las empresas.

La participación de los directivos en la propiedad de la empresa implica un mayor incentivo para perseguir la maximización de la riqueza de los accionistas, a medida que se incrementa el porcentaje de capital que poseen. La literatura empresarial demuestra que, en los niveles inferiores y superiores de participación en el capital, la dirección encuentra sus intereses alineados con los de los accionistas (hipótesis de convergencia), mientras que en los niveles intermedios, el resto de los incentivos (salario, *perquisites*) podrían dominar su toma de decisiones, inclinándole a emprender ciertas políticas subóptimas de inversión en pro de sus propios intereses y nocivas para los propietarios (hipótesis de atrincheramiento) (Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990; Berger *et al.*, 1997). La alineación de intereses entre dirección y accionistas actúa de forma especialmente beneficiosa cuando existen pocas oportunidades de crecimiento (McConnell y Servaes, 1995).

Junto con la posibilidad de alinear los intereses de las partes, la concentración de la propiedad también puede servir como forma de disciplinar el comportamiento del equipo directivo y prevenir el uso ineficiente de los recursos, ya que la supervisión de los propietarios resulta más visible y fácilmente identificable (Demsetz y Lehn, 1985; Jensen, 1986; Andrés, 1998). Frente a los posibles efectos nocivos de una propiedad dispersa o atomizada,⁴

⁴ La separación entre propiedad y control provoca la aparición de unos conflictos de agencia que esta estructura de propiedad es incapaz de gobernar; la mayor parte de los propietarios son pequeños accionistas que carecen de los medios y de la voluntad necesarios para realizar un control eficiente de las actividades que emprenda la dirección. Esto es conocido como problema del *free-rider*.

la concentración de la propiedad es considerada por los mercados como un mecanismo disciplinario que contribuye a la toma de decisiones eficientes.

No obstante, también debe tenerse en cuenta que cuando existen valiosas oportunidades de crecimiento, una propiedad excesivamente concentrada podría ser un impedimento al aprovechamiento de determinadas oportunidades de inversión que requieren importantes inversiones y capacidades directivas habilitadas por la especialización entre propiedad y control (Burkart *et al.*, 1997). Debe tenerse en cuenta que la especialización es ? en numerosas ocasiones? necesaria para disponer de directivos con capacidad de gestionar estructuras organizativas complejas, diversificar el riesgo entre los accionistas y obtener grandes volúmenes de fondos para invertir en activos específicos. El modelo de Burkart *et al.* (1997) formaliza ese *trade-off* entre control accionarial y discrecionalidad (iniciativa) directiva. Galve y Salas (1993) constatan empíricamente que el accionariado concentrado de las empresas familiares españolas puede conducir a limitaciones en su crecimiento.

Sobre la base de estos planteamientos, cabría esperar que la presencia de directivos con participación accionarial tenga un efecto positivo sobre la creación de valor de las empresas, y en mayor medida cuando existan escasas oportunidades de crecimiento (entorno más propicio para el comportamiento directivo oportunista). Además, en las empresas en las que algún partícipe (accionista) mantenga un elevado porcentaje de propiedad, se darán los incentivos necesarios para ejercer una mayor supervisión del comportamiento directivo que disminuiría los conflictos de agencia y, por ende, propicie una mejor valoración, aunque ante elevados niveles de concentración y en un entorno de elevadas oportunidades la relación pudiera invertirse.

El interés de la revisión teórica previamente realizada, concerniente al efecto de la estructura de propiedad y la deuda sobre el valor de la empresa en presencia (o ausencia) de oportunidades rentables de crecimiento, se concreta en su posterior contrastación empírica para una muestra de grandes empresas chilenas. Las hipótesis que se derivan del modelo planteado pueden formularse como sigue: H1: Una relación positiva entre endeudamiento y valor de la empresa en ausencia de oportunidades de crecimiento; H2: Una relación negativa entre endeudamiento y valor de la empresa en presencia de oportunidades de crecimiento, y H3: Un efecto positivo de la concentración de la propiedad sobre el valor, efecto que debiera ser más

contundente en ausencia de oportunidades de crecimiento. No obstante, como fue puesto de manifiesto, hay algunos elementos que justifican una relación negativa entre concentración de la propiedad y valor de la empresa para las empresas que cuentan con elevadas oportunidades de crecimiento.

C. *Análisis y caracterización de la empresa chilena*

Antes de pasar a la contrastación empírica de las hipótesis, parece conveniente referirse a las peculiaridades del sistema corporativo chileno. En la medida en que la mayor parte de los trabajos están referidos al ámbito anglosajón, con la excepción de algunos para el ámbito europeo y de países en desarrollo (Wald, 1999; Booth *et al.*, 2001), es necesario realizar una caracterización previa del marco institucional donde actúan las empresas chilenas, para precisar las relaciones teóricas planteadas anteriormente.

Las empresas de los países orientados al mercado (modelo anglosajón), principalmente Estados Unidos y Reino Unido, se financian a través de créditos en el corto plazo y acuden al mercado de capitales, o a la corriente de recursos que generan internamente, para abastecer sus necesidades financieras a largo plazo. En estos países, el mercado de capitales actúa como mecanismo de control para la gerencia de las empresas, castigando o recompensando sus decisiones y protegiendo los derechos de decisión y control de los accionistas. Los países con modelo anglosajón favorecen de esta forma la desconcentración accionarial (propiedad atomizada) y se caracterizan por sus *“fuertes gerentes y débiles accionistas”* (Harris, 1997; Levine, 2000; Booth *et al.* 2001).

Por otra parte, en el sistema continental europeo, los bancos suponen los principales proveedores de fondos de medio y largo plazo, reduciendo o eliminando la capacidad de control de los mercados financieros. Esta ausencia de control externo de los accionistas provoca una estructura de propiedad más concentrada que en el caso anglosajón y la existencia de grupos de accionistas activos que concentran paquetes significativos de control (Allen y Gale, 2001). Las características propias del modelo continental le hacen ser considerado como un sistema de *“fuertes acreedores y débiles accionistas minoritarios”*.

Gran parte de las empresas que desarrollan su actividad en economías emergentes, incluyendo Chile (La Porta *et al.* 1999; Lefort y Walker, 2000; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2002; Beck y Levine, 2004), se caracterizan

por una estructura de propiedad altamente concentrada en manos de una o varias personas o en un conglomerado de empresas, asimilándose de esta forma al modelo continental de organización financiera (Majluf *et al.*, 1998; Lefort y Walker, 2000; Lefort, 2003).

A pesar de que los mercados de Chile son los más desarrollados de Latinoamérica y sus inversores los más protegidos, el sistema legal no es suficiente para frenar la concentración. La reciente ola de tomas de control, fusiones y adquisiciones, fomentando la creación de nuevos grupos chilenos o el crecimiento de los ya veteranos, es sólo una muestra de ello. Detalle particular en el caso chileno es la formación de los grupos de empresas que no se definen, en términos de propiedad directa, de acciones ni de lazos familiares, sino a través de propietarios comunes, vínculos indirectos y directorios entrelazados (Khanna y Rivkin, 2001). El sistema legal chileno actúa de forma reactiva en pro del incremento de la agilidad del mercado de valores y la protección de los actuales sistemas administradores de pensiones (Iglesias, 2000; Johnson y Shleifer, 2000).

En la actualidad, la mayoría de las empresas chilenas tienen una estructura piramidal de relativa simpleza y pertenecen a algún conglomerado, que posee un porcentaje de acciones muy superior al mínimo requerido para ejercer el control (Lefort y Walker, 2000). Algunos trabajos empíricos relativos a esta economía explican el interés de estos grupos por diversificar el riesgo y expropiar a los demás accionistas (Claessens *et al.*, 2000) así como el impacto positivo de los fondos de pensiones en el gobierno corporativo (Iglesias, 2000).⁵

Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) chilenas han supuesto mejoras en el gobierno de las empresas que participan, impulsando el incremento del número de consejeros independientes, mejorando la calidad de la información que ofrecen al público (disminuyendo así los costes de supervisión), recuperando el papel de las Juntas de Accionistas e incrementando la protección del tenedor de bonos.

⁵ Esta peculiar estructura de control chilena viene en gran medida derivada de las disposiciones legales sobre la materia. En este sentido, se destaca la capacidad de los bancos chilenos para participar en el capital de otros bancos, pero no en el de las empresas (Ley General de Bancos, Título IX, Párrafo 1, artículos 70, 71 y 72 y Párrafo 2, artículos 74 y 75); la prohibición de las participaciones cruzadas entre empresas (Ley 18046, Ley de Sociedades Anónimas, Título VIII, artículo 88) y la competencia del sistema de pensiones para invertir en acciones (ver Artículos N°45 y 47 del Decreto Ley 3.500).

Al mismo tiempo, el crecimiento del mercado de capitales ha hecho posible la existencia de una nueva industria de análisis de empresas, reduciendo los costes de información para los accionistas pequeños e incrementando el atractivo de estos mercados de capitales como fuente de financiación de las empresas.

En 1994 existían 58 grupos económicos en Chile (Circular 1.162⁶ de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 27 de junio de 1994) que Majluf *et al.* (1998) engloban en tres clases: i) grupos adquiridos por familias (como Angelini, Luksic o Matte); ii) grupos administrados por sus propios dueños, incluyendo las antiguas empresas estatales que durante el proceso de privatización fueron adquiridas por los ejecutivos (Management Buy-Outs de Naviera, Pathfinder o Sigdo Koopers), y iii) grupos administrados por sus propios dueños con participación accionarial significativa de los Fondos de Pensiones (como Enersis, Chilgener y Soquimich). Estos grupos han estado sometidos, durante los últimos años, a un entorno económico dinámico que ha provocado la caída de algunos de los más característicos del panorama chileno, como Cruzat Larraín o Vial, tras la crisis de 1982, y el surgimiento o el fortalecimiento de otros más modernos como son Claro, Said o Angelini.

La descripción institucional del marco económico chileno se aproxima de forma más clara al modelo continental europeo. Es cierto que este modelo, basado en las instituciones financieras, tiene un nivel de divergencias de intereses inferior a las que se producirían en el modelo anglosajón; sin embargo, permanecen otros problemas derivados de la concentración de riesgos, del desaprovechamiento de la especialización de la dirección o de la expropiación de las rentas de los accionistas minoritarios, que justifican nuestro interés por el efecto del endeudamiento y la propiedad, en diversos contextos de oportunidades de crecimiento, sobre el valor para una muestra de grandes empresas chilenas.

⁶ Dicha circular ha venido siendo modificada a través del tiempo por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Con fecha 13 de junio de 2001 fue emitida la última circular al respecto, la circular 1.547, la que al 31 de mayo de 2001 entrega una nómina de grupos empresariales y reconoce la existencia de 82 grupos.

II. MUESTRA, VARIABLES Y METODOLOGÍA

La información utilizada en este estudio ha sido extraída de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU), emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile, a partir de los datos proporcionados por las empresas chilenas que cotizan en el mercado de valores durante el período 1990 - 2001. Se dispone de un total de 1.548 observaciones con datos suficientes para aproximar las dimensiones más destacadas de la estructura de su gobierno y financiación.⁷

Uno de los aspectos claves de la investigación consiste en especificar la existencia o no de oportunidades de crecimiento. Para ello y de acuerdo con los trabajos de referencia, se dividió la muestra en dos bloques diferenciados en función del nivel de oportunidades de crecimiento. Siguiendo la literatura empresarial al respecto utilizamos el ratio precio-beneficio (P/E) de cada empresa (definido como el cociente entre el precio de mercado de la acción al final de cada año y su beneficio neto proporcional), como indicativo de las oportunidades de crecimiento, y discriminante, por lo tanto, del conjunto de empresas que aparecerían incluidas en la muestra preliminar (Smith y Watts, 1992; McConnell y Servaes, 1995; AlNajjar y Riahi-Belkaoui, 2001; Ramezani *et al.*, 2002).

De esta forma se ordenaron las empresas de acuerdo con su ratio P/E distribuyendo la muestra en tres bloques. El tercio superior se identifica con las compañías que tienen oportunidades de crecimiento y el inferior con las que tienen escasas oportunidades de crecimiento (McConnell y Servaes, 1995; Andrés *et al.*, 2000). A partir de esta situación se dispone de dos paneles de datos desequilibrados con los que contrastar las hipótesis planteadas teóricamente. Posteriormente, se emplearán medidas alternativas a la ratio P/E , como la P/E antes de intereses e impuestos ($PERANTIM$) o el crecimiento de las ventas, con el objeto de lograr resultados más robustos y consistentes.

El conjunto de variables que compone el modelo está representado, en primer lugar, por nuestra variable dependiente que mide el valor de la

⁷ Ver Cuadro I (Descripción de variables). Allí es posible apreciar una descripción del tipo y características de las variables utilizadas en este estudio.

empresa a través de una aproximación de la Q de Tobin (Q) calculada como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa.⁸ En segundo lugar, el conjunto de variables que explican el modelo está compuesto por la estructura de financiación de las empresas, medida a través del endeudamiento total sobre el total de activos a valor libro ($DTAB$), y la estructura de propiedad y gobierno de las empresas, concentración de la propiedad, indicando el porcentaje de participación de los cinco primeros ($PA5$) y del primer accionista ($PA1$). Además, se incluyen los valores al cuadrado de la participación accionarial de los cinco primeros y del primero ($PA5^2$ y $PA1^2$, respectivamente) para recoger una posible relación no lineal entre la concentración de la propiedad y el valor de la empresa. De forma adicional también se emplean las variables que están relacionadas con la naturaleza del principal accionista: empresa familiar ($EMFAM$), sociedad de inversión ($SOCINV$), empresa nacional ($EMPNAC$), empresa multinacional ($EMMUL$), o empresa pública ($EMPUB$).

Como variables de control (ver Cuadro I) se introdujeron en el modelo el valor transformado logarítmicamente de los activos totales a valor libro ($LNTAM$) y una variable que aproximara los costes de agencia, gasto en administración y ventas sobre el total de activos (CA), según Singh y Davison III (2003).

Definidas la muestra y las variables, sólo resta por describir los métodos estadísticos que se emplean en el análisis. Inicialmente, se explican las características de las empresas chilenas en ausencia (o presencia) de oportunidades de crecimiento empleando un análisis univariante descriptivo y de diferencia de medias, acompañándose el análisis con la matriz de correlación de las variables. A continuación, una vez descritos los grupos extraídos de la muestra, se contrastan las hipótesis planteadas. El modelo a contrastar se establece de la siguiente forma y se estima separadamente para cada uno de los dos grupos de empresas obtenidos:

$$Q_{it} = \alpha_i + \beta_1 DTAB_{it} + \beta_2 PA5_{it} + \beta_3 PA5_{it}^2 + \beta_4 LNTAM_{it} + \beta_5 CA_{it} + e_{it} \quad (1)$$

⁸ Aunque debiera utilizarse la Q de Tobin para medir la creación de valor, lo que supone calcular el coste de reposición de los activos, debe tenerse en cuenta que el ratio valor de mercado frente a valor contable se aproxima notablemente al valor original de la Q. Chung y Pruitt (1994) comparan los valores de Q obtenidos por el método de Linderberger y Ross (1981) con una Q aproximada. Los resultados de su trabajo indican que al menos el 96,6 por ciento de la variabilidad de la Q de Tobin es explicada por el cociente entre el valor de mercado y el valor contable.

CUADRO I
DESCRIPCION DE VARIABLES

Descripción de cada una de las variables *proxy* utilizadas en los distintos modelos.

| Sigla | Tipo | Descripción |
|-------------------|---------------------|---|
| P/E | Separación muestral | Cociente entre precio de mercado de la acción a finales de cada año y el beneficio neto por acción a finales del mismo año. |
| Q | Creación de Valor | Cociente entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa |
| PA1 (por ciento) | Propiedad | Participación accionarial del primer accionista |
| PA5 (por ciento) | Propiedad | Participación accionarial de los primeros cinco accionistas |
| DTAB | Endeudamiento | Razón Deuda Total a Total Activos |
| LNTAM | Tamaño | Logaritmos natural del valor libro de los activos |
| CA | Costes de agencia | Gasto en administración y ventas sobre el total de activos |
| EMFAM | Control | Empresa Familiar como primer accionista |
| SOCINV | Control | Sociedad de Inversiones como primer accionista |
| EMNAC | Control | Empresa Nacional como primer accionista |
| EMMUL | Control | Empresa Multinacional como primer accionista |
| EMPPUB | Control | Empresa Pública como primer accionista |

Donde i corresponde al identificador de empresas que va de 1 a 180, mientras que t corresponde a los años de análisis que va de 1990 a 2001 para ambas muestras, y e_{it} corresponde al término de error que incluye el efecto individual, el temporal y el error estocástico. La variable dependiente es la Q en las submuestras de oportunidades de crecimiento.

El modelo de regresión con datos de panel permite al investigador, a través del estimador intragrupos (*within*), eludir la información perjudicial de los efectos fijos latentes correlacionados con las variables del modelo mediante una transformación de las mismas. La elección de este procedimiento de estimación nos parece el más apropiado, habida cuenta del objetivo del trabajo, por dos razones principales (Arellano y Bover, 1990; Arellano, 1993). En primer lugar, la utilización de datos de panel permite el control constante de la heterogeneidad inobservable. En nuestro caso, hay razones fundadas para pensar que cada una de las empresas incluidas en la muestra presenta especificidades propias ? ya sea en su forma de gestión, en la percepción que de ella tiene el mercado, en el modo de

generación de oportunidades de inversión, etc.? que la distinguen de las otras empresas y que se mantienen a lo largo del tiempo. La consideración conjunta de todas las empresas, sin atender a estas características peculiares, podría originar un sesgo de omisión y distorsionaría, por tanto, las estimaciones efectuadas. En consecuencia, tal como plantean Himmelberg *et al.* (1999), la utilización de datos de panel y efectos fijos nos ayuda a controlar la heterogeneidad inobservable y con ello abordar parcialmente los potenciales problemas de endogeneidad. En segundo lugar, la dimensión dinámica del panel de datos permite contrastar procesos de respuesta prolongados en el tiempo y observar la reacción de la valoración de la empresa ante modificaciones en las variables explicativas a lo largo del horizonte temporal considerado.

Otra de las ventajas de la utilización de datos de panel es que, una vez controlada la heterogeneidad individual ? que para nuestro caso, está constituida por las empresas cotizadas en bolsa? , éstos poseen un mayor contenido informativo, mayor variabilidad y menos colinealidad entre las variables (Baltagi, 1995). Luego, la característica de los datos otorga también mayores grados de libertad y mayor eficiencia en la estimación. Arellano y Bover (1990) y Arellano (1993) destacan que los datos de panel permiten identificar y medir los efectos que no son detectables a través de los datos puramente de corte transversal o de series temporales. En concreto, la utilización de la metodología de datos de panel nos permite la construcción de un modelo conductual más rico que logra medir los efectos que no son captados por un simple modelo de corte transversal.

III. RESULTADOS

A. *Análisis univariante*

Cuando analizamos las 180 empresas de la muestra inicial (ver Cuadro II.a), es posible observar unos elevados niveles de concentración de propiedad, en torno al 44 por ciento del capital se centraliza en el principal accionista y más del 70 por ciento está repartido entre los cinco más importantes. En este sentido, la estructura de propiedad chilena no es esencialmente distinta de la representativa de empresas francesas, alemanas, italianas o españolas (Galve y Salas, 1993; Prowse, 1994; Majluf *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 1999; Andrés *et al.*, 2000). Además, tal como se

afirmaba en la descripción del marco institucional, la gran mayoría de las empresas pertenece a algún conglomerado. En este sentido, otras empresas nacionales (*EMPNAC*) suponen el accionista principal en un 45 por ciento de los casos y sociedades de inversión (*SOCINVER*) en otro 42 por ciento de los casos.⁹ En cuanto a la estructura de financiación, el endeudamiento medio alcanza el 22,5 por ciento del valor del activo total (*DTAB*).

Al momento de analizar la correlación entre las variables (ver Cuadro II.b) es particularmente interesante el coeficiente de correlación entre la variable P/E y el valor de la empresa, Q , alcanzando un coeficiente considerablemente elevado de 0,422, que era de esperarse, dada la forma de construcción de estas variables. Similar efecto se percibe en el coeficiente de correlación entre la variable que nos servirá como medida de robustez de las oportunidades de crecimiento (*PERANTIM*) y nuestra variable que mide el valor de la empresa, Q . Por otra parte, dicha tabla también destaca una correlación elevada, pero no preocupante, en términos de los potenciales problemas de autocorrelación, entre las variables explicativas del nivel de endeudamiento y el tamaño de las empresas. Adicionalmente, la correlación entre el tamaño de la empresa y la existencia de costes de agencia también se presenta como positiva, y relativamente elevadas. Este hecho da cuenta de que la presencia de costes de agencia se incrementa a medida que aumenta el tamaño empresarial, como señal de los mayores problemas de gobierno corporativo que éstas deben soportar.

Cuando introducimos como criterio de clasificación la ausencia o presencia de oportunidades de crecimiento, los datos arrojan algunas diferencias sugerentes (ver Cuadro III). La diferencia de medias más claras se encuentra en la ratio de creación de valor (Q), que es bastante más elevada en el caso de las empresas con oportunidades de crecimiento. Por lo que respecta al apalancamiento, el ratio de endeudamiento (*DTAB*) es sensiblemente superior en el caso de las empresas con oportunidades de crecimiento (25 por ciento en el grupo con elevadas oportunidades de crecimiento frente a 20 por ciento en el otro). En el Cuadro III también se puede apreciar que no se produce una diferencia tan manifiesta en la estructura de propiedad para los grupos de empresas con y sin oportunidades de crecimiento, observándose que los porcentajes son muy cercanos en ambos

⁹ Majluf *et al.* (1998) han encontrado que para las empresas chilenas no sólo existe una elevada concentración de la propiedad, sino que, además, se encuentra presente en sus empresas la estructura de propiedad cruzada, es decir, que, por una parte, pocos accionistas mantienen una porción significativa de las acciones de la empresa y, por otra, que controlan un significativo número de empresas en el conjunto.

CUADRO II

A. ESTADISTICA DESCRIPTIVA DE VARIABLES

En el cuadro se incluye la estadística descriptiva de las variables utilizadas en los modelos. Las variables son definidas como: *P/E* es la relación precio de la acción sobre el beneficio neto por acción, la *Q* corresponde a la ratio valor mercado a valor libro. La concentración accionarial es medida por la participación del principal accionista, *PA1*, y por la participación en manos de los cinco primeros accionistas, *PA5*. *DTAB* corresponde a la ratio deuda total sobre el activo total a valor libro y el tamaño empresarial es aproximado a través del logaritmo neperiano del total de activos a valor libro, *LNTAM*. Los costes de agencia son aproximados a través del gasto en administración y ventas sobre el total de activos, *CA*. Las variables que especifican la naturaleza del principal accionista son las empresas familiares, *EMFAM*; las sociedades de inversión, *SOCINV*; las empresas nacionales, *EMNAC*; las internacionales, *EMMUL*, y las empresas públicas, *EMPUB*. Los estadísticos descriptivos corresponden a la media, mínimo, máximo, desviación típica y varianza.

| | Media | Mínimo | Máximo | Desv. típ. | Varianza |
|------------------|----------|--------|-----------|------------|-------------|
| P/E | 22,007 | 0,101 | 900,037 | 64,300 | 4134,467 |
| Q | 1,382 | 0,026 | 38,031 | 2,058 | 4,235 |
| PA1 | 44,193 | 0,050 | 100,000 | 24,703 | 610,220 |
| PA5 | 70,716 | 0,170 | 100,000 | 21,810 | 475,694 |
| PA1 ² | 2562,821 | 0,003 | 10000,000 | 2503,572 | 6267874,098 |
| PA5 ² | 5476,206 | 0,029 | 10000,000 | 2775,515 | 7703484,727 |
| DTAB | 0,225 | 0,000 | 0,819 | 0,175 | 0,030 |
| LNTAM | 17,572 | 10,787 | 22,056 | 1,648 | 2,716 |
| CA | -0,065 | -1,062 | 0,452 | 0,101 | 0,010 |
| EMFAM | 0,059 | 0,000 | 1,000 | 0,237 | 0,056 |
| SOCINV | 0,419 | 0,000 | 1,000 | 0,493 | 0,244 |
| EMNAC | 0,448 | 0,000 | 1,000 | 0,497 | 0,247 |
| EMMUL | 0,056 | 0,000 | 1,000 | 0,229 | 0,053 |
| EMPUB | 0,018 | 0,000 | 1,000 | 0,136 | 0,018 |
| N Obs. | 1548 | | | | |

CUADRO II

B. MATRIZ DE CORRELACION DE VARIABLES

El cuadro incluye las correlaciones entre cada una de las variables empleadas en los modelos.

| | PERANTIM | P/E | Q | PA1 | PA5 | PA1 ² | PA5 ² | DTAB | LNTAM | CA |
|------------------|----------|--------|--------|--------|--------|------------------|------------------|--------|-------|-------|
| PERANTIM | 1.000 | | | | | | | | | |
| P/E | 0.725 | 1.000 | | | | | | | | |
| Q | 0.328 | 0.422 | 1.000 | | | | | | | |
| PA1 | -0.001 | -0.012 | -0.094 | 1.000 | | | | | | |
| PA5 | -0.026 | -0.044 | -0.158 | 0.801 | 1.000 | | | | | |
| PA1 ² | 0.011 | 0.006 | -0.046 | 0.964 | 0.689 | 1.000 | | | | |
| PA5 ² | -0.009 | -0.022 | -0.124 | 0.816 | 0.979 | 0.735 | 1.000 | | | |
| DTAB | 0.000 | 0.002 | -0.018 | 0.154 | 0.159 | 0.173 | 0.176 | 1.000 | | |
| LNTAM | -0.049 | -0.049 | 0.036 | 0.032 | 0.089 | 0.012 | 0.049 | 0.147 | 1.000 | |
| CA | -0.013 | -0.017 | -0.070 | -0.042 | -0.071 | -0.040 | -0.097 | -0.184 | 0.158 | 1.000 |

grupos. De hecho, el *test* de diferencia de medias rechaza la hipótesis de que las medias de la concentración de propiedad, tanto en manos del primer accionista como en manos de los cinco primeros accionistas, sean distintas para ambos grupos. No obstante lo anterior, es posible observar que son ligeramente superiores los valores medios de la estructura de propiedad en el caso de las empresas con más oportunidades de crecimiento (*PA5* tienen una media de 71,21 por ciento en las empresas con elevadas oportunidades frente al 70,32 por ciento de las otras empresas). El principal accionista varía, según el grupo al que nos estemos refiriendo, mientras las sociedades de inversión (*SOCINV*) suponen el inversor más importante (46,7 por ciento) en las empresas con altas oportunidades de crecimiento (frente al 41,5 por ciento de las empresas con escasas oportunidades); para las empresas con pocas oportunidades de crecimiento, ese papel es asumido por otra empresa nacional (*EMNAC*) el 47,3 por ciento de las veces (frente al 32,6 por ciento de las empresas con elevadas oportunidades). Sólo en un pequeño porcentaje de ocasiones aparece la empresa pública (*EMPUB*) como principal accionista en alguno de los grupos (3,1 por ciento para el grupo con elevadas oportunidades y 1,7 por ciento para el grupo con pocas oportunidades). Finalmente, al momento de considerar los potenciales costes de agencia (*CA*) se observa que la diferencia de media de esta variable para los grupos de altas y bajas oportunidades de crecimiento no es estadísticamente significativa.

B. Resultados del análisis multivariante

El Cuadro IV recoge los resultados de la estimación del modelo propuesto a través de la aplicación de la metodología de datos de panel. En primer lugar, los resultados de la estimación, en coherencia con la hipótesis propuesta, revelan un efecto positivo y estadísticamente significativo de la deuda (*DTAB*) sobre el valor en el grupo de empresas con pocas oportunidades de crecimiento, lo que resalta el papel disciplinario que ejerce la deuda sobre la dirección (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986; McConnell y Servaes, 1995; Andrés *et al.*, 2000; Morgado y Pindado, 2003). Para el caso de empresas con oportunidades de crecimiento, la relación entre el apalancamiento (*DTAB*) y el valor de la empresa (*Q*) es negativa y estadísticamente significativa. Esta relación puede explicarse en términos de los problemas de subinversión y de sustitución de activos que propician estas situaciones (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977). Estos resultados

CUADRO III
PRUEBA DE DIFERENCIA DE MEDIAS

El cuadro incluye las pruebas de diferencias de medias de los tercios superior e inferior categorizados según la ratio P/E . Las variables son definidas como: Q que corresponde a la ratio valor mercado a valor libro. La concentración accionarial es medida por la participación del principal accionista, $PA1$, y por la participación en manos de los cinco primeros accionistas, $PA5$. $DTAB$ corresponde a la ratio deuda total sobre el activo total a valor libro y el tamaño empresarial es aproximado a través del logaritmo neperiano del total de activos a valor de mercado. El coste de agencia es medido como el cociente entre los gastos de administración y ventas y el total de activos, CA . Las variables que especifican la naturaleza del principal accionista son las empresas familiares, $EMFAM$; las sociedades de inversión, $SOCINV$; las empresas nacionales, $EMNAC$; las internacionales, $EMMUL$, y las empresas públicas, $EMPUB$. Las pruebas de diferencias de medias corresponden a cada una de las variables tanto en la muestra de menores oportunidades de crecimiento ($Ntil-P/E=1$) como para la muestra de elevadas oportunidades de crecimiento ($Ntil-P/E=3$). Significación estadística: *** al nivel del 1 por ciento, ** al 5 por ciento y * al 10 por ciento, registrada bajo cada coeficiente.

| | Ntil-P/E | N | Media | Desviación típ. | Dif. Medias |
|--------|----------|-----|--------|-----------------|-------------|
| P/E | 1 | 516 | 4.916 | 1.847 | -9.916*** |
| | 3 | 516 | 50.993 | 105.534 | |
| Q | 1 | 516 | 0.902 | 0.468 | -6.626*** |
| | 3 | 516 | 1.902 | 3.396 | |
| PA1 | 1 | 516 | 43.830 | 23.830 | -0.138 |
| | 3 | 516 | 44.039 | 25.079 | |
| PA5 | 1 | 516 | 70.322 | 20.868 | -0.639 |
| | 3 | 516 | 71.212 | 23.792 | |
| DTAB | 1 | 516 | 0.208 | 0.191 | -3.747*** |
| | 3 | 516 | 0.250 | 0.168 | |
| LNTAM | 1 | 516 | 14.556 | 1.466 | -9.441*** |
| | 3 | 516 | 17.351 | 1.873 | |
| CA | 1 | 516 | -0.072 | 0.115 | -0.010 |
| | 3 | 516 | -0.061 | 0.099 | |
| EMFAM | 1 | 516 | 0.056 | 0.231 | -1.711* |
| | 3 | 516 | 0.083 | 0.277 | |
| SOCINV | 1 | 516 | 0.415 | 0.493 | -1.694* |
| | 3 | 516 | 0.467 | 0.499 | |
| EMNAC | 1 | 516 | 0.473 | 0.500 | 4.882*** |
| | 3 | 516 | 0.326 | 0.469 | |
| EMMUL | 1 | 516 | 0.039 | 0.193 | -3.531*** |
| | 3 | 516 | 0.093 | 0.291 | |
| EMPUB | 1 | 516 | 0.017 | 0.131 | -1.417 |
| | 3 | 516 | 0.031 | 0.174 | |

constituyen evidencia que apoyan las hipótesis H1 y H2, por cuanto se observa que en presencia de oportunidades de crecimiento, existe una relación inversa entre el endeudamiento de las empresas y el valor de las mismas, y en ausencia de oportunidades de crecimiento, una relación directa entre ésta y el valor de las empresas. Este hecho nos permite concluir que, por una parte, los problemas de *free cash flow*, al no existir oportunidades de crecimiento, son controlados, en parte, por el grado de obligatoriedad de dar cumplimiento a las cláusulas que los contratos de deuda imponen sobre la discrecionalidad del equipo directivo y, por otra, la relevancia de los problemas de subinversión que puede generar la deuda cuando existen oportunidades rentables de inversión.

En segundo lugar, el efecto de la estructura de propiedad resulta especialmente relevante en el caso del grupo de empresas con pocas oportunidades de crecimiento. La relación inicialmente positiva entre la concentración accionarial (PA5) y el valor de las empresas (Q) supone un efecto favorable en cuanto al control que los propietarios ejercen sobre la dirección (Jensen, 1986; Smith y Watts, 1992; Galve y Salas, 1993; Azofra *et al.*, 1995; Rodríguez, 1997; Andrés, 1998; Maug, 1998). Sin embargo, a partir de un nivel de concentración del 65 por ciento,¹⁰ la posibilidad de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios convierte el efecto antes positivo de la estructura de propiedad concentrada, en un efecto negativo (reflejado en el signo de la variable PA52) para las empresas que no cuentan con oportunidades de crecimiento. Esta relación no lineal es coherente con las hipótesis de convergencia y atrincheramiento y con buena parte de la literatura empírica sobre estructura de propiedad (Morck *et al.*, 1988; McConnell y Servaes, 1990). Los resultados aportan evidencia distinta de la obtenida por Andrés *et al.* (2000) para las empresas españolas y se asemejan a los obtenidos por McConnell y Servaes (1995) para las empresas americanas, dado que refuerzan la conjetura de que la estructura de propiedad desempeña un papel más relevante en ausencia de oportunidades de crecimiento, contexto que requiere un mayor efecto disciplinario de la propiedad. En consecuencia, es posible señalar que, en el conjunto de empresas que no cuentan con significativas oportunidades de crecimiento, la mayor concentración de propiedad presente en su estructura

¹⁰ La derivación del punto sobre el cual el valor de la empresa comienza a decrecer a medida que mayor es la participación accionarial en manos de los cinco primeros accionistas es como sigue: Con la función original $Q = \alpha + \beta_1 DTAB + \beta_2 PA5 + \beta_3 PA5^2 + \beta_4 LNTAM + \beta_5 CA$ y sustituyendo los valores obtenidos en la regresión en el modelo 1 del cuadro IV y luego calculando la primera derivada $\partial Q / \partial PA5 = 0$, luego despejando para PA5 se obtiene $PA5 = 65$.

CUADRO IV
RESULTADOS COMPARATIVOS CONSIDERANDO LAS MUESTRAS
CON Y SIN OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

El cuadro contiene los resultados obtenidos para las regresiones de las muestras correspondientes al tercio superior (con oportunidades de crecimiento) e inferior (sin oportunidades de crecimiento) ordenado según la categorización de la relación precio de la acción sobre beneficio neto por acción (*P/E*). El primer modelo estimado (Mod. 1) no incluye las variables de la naturaleza del principal accionistas; mientras que el segundo sí (Mod.2). Se cuenta con 516 observaciones en cada muestra. La regresión estimada es:

$$Q_{it} = \alpha_i + \beta_1 DTAB_{it} + \beta_2 PA5_{it} + \beta_3 PA5_{it}^2 + \beta_4 LNTAM_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 EMFAM_{it} + \beta_7 SOCINV_{it} + \beta_8 EMNAC_{it} + \beta_9 EMMUL_{it} + \varepsilon_{it}.$$

Donde Q es la variable dependiente que corresponde a la ratio valor mercado sobre valor libro. Las variables independientes son: *DTAB* que corresponde al endeudamiento total sobre el total de activos a valor libro, *PA5* que corresponde al porcentaje de propiedad en manos de los cinco primeros accionistas, el tamaño *LNTAM* que es aproximado a través del logaritmo neperiano del activo total a valor libro y el *CA* que mide los costes de agencia a través del cociente entre los gastos de administración y ventas y el total de activos. La constante en cada modelo ha sido omitida. Significación estadística: *** al nivel del 1 por ciento, ** al 5 por ciento y * al 10 por ciento, registrada bajo cada coeficiente.

| | Mod. 1 | | Mod. 2 | |
|------------------|--|--|--|--|
| | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) |
| DTAB | 0.5391 *** (0.1448) | -4.0760 *** (1.0640) | 0.5426 *** (0.1456) | -3.9865 *** (1.1077) |
| PA5 | 0.0130 * (0.0076) | -0.0497 (0.0574) | 0.0134 * (0.0078) | -0.0423 (0.0591) |
| PA5 ² | -0.0001 ** (0.0001) | 0.0002 (0.0004) | -0.0001 ** (0.0001) | 0.0001 (0.0005) |
| LNTAM | 0.3177 *** (0.0286) | 2.4388 *** (0.2046) | 0.3201 *** (0.0288) | 2.4676 *** (0.2067) |
| CA | -0.3539 * (0.1950) | -5.5489 *** (1.5336) | -0.3438 * (0.1968) | -5.4742 *** (1.5471) |
| EMFAM | | | | -0.7898 (1.2840) |
| SOCINV | | | -0.0615 (0.1464) | -1.0704 (1.1686) |
| EMNAC | | | -0.1259 (0.1608) | -0.6492 (1.1149) |
| EMMUL | | | -0.1135 (0.2875) | -1.9235 (1.3929) |
| R ² | 0.3353 | 0.3034 | 0.3368 | 0.3082 |
| Obs | 516 | 516 | 516 | 516 |

accionarial constituirá un mecanismo de control y de generación de valor para la empresa, toda vez que ésta se encuentre en un porcentaje inferior al 65 por ciento para los primeros cinco accionistas; en caso contrario, la riqueza de los accionistas minoritarios podría verse expropiada por estos mayoritarios, causando una reducción en el valor de la empresa, y, como resultado de ello, no se estaría logrando el objetivo de maximización de la riqueza global del accionariado.

En consecuencia, los resultados vienen a reportar evidencia parcial para la hipótesis tres, H3, en cuanto la concentración de propiedad es determinante del valor creado en entornos con pocas oportunidades de crecimiento; sin embargo, los datos no permiten aseverar que ésta pudiera ser perjudicial en contextos de valiosas oportunidades de crecimiento.¹¹

Adicionalmente, el Cuadro IV nos muestra en los modelos 1 y 2 una relación positiva y estadísticamente significativa entre el tamaño de las empresas (*LNTAM*) con la generación de valor en éstas (*Q*). Estos resultados se encuentran en línea con el argumento de que son las empresas más grandes las que generan un mayor valor para el accionariado (Rajan y Zingales, 1995; Menéndez, 2001). No obstante, hay que destacar que esta relación es independiente de la existencia de oportunidades rentables de inversión. Por su parte, la variable que aproxima los costes de agencia (*CA*) presenta una relación inversa con la creación de valor. En consecuencia, a medida que se incrementen los potenciales costes de agencia menor será el valor creado en las empresas, con independencia de la existencia o no, de oportunidades de crecimiento.

Finalmente, se ha efectuado un análisis similar al hasta aquí descrito, pero esta vez considerando las características del inversor principal (ver modelo 2 del Cuadro IV). Los resultados observados tanto en el modelo

¹¹ Adicionalmente, se repiten las estimaciones tomando únicamente la participación del principal accionista (ver Cuadro V). Los resultados de la estimación del modelo 3 muestran, por una parte, una relación positiva entre la variable *PA1* (que mide la concentración de propiedad en manos del accionista mayoritario) y el valor para aquellas submuestras de empresas sin oportunidades de crecimiento, y, por otra, muestran una relación negativa entre *PA12* y el valor de la empresa. Si bien es cierto que estos resultados son significativos al nivel del 89 y 88 por ciento, no es menos cierto que dichas relaciones y signos son consistentes con los resultados obtenidos en los modelos originales del Cuadro IV. En consecuencia, es posible señalar que las relaciones entre la estructura de propiedad y el valor de la empresa, de la submuestra que no presenta oportunidades de crecimiento, son más significativas y explicativas para la variable que agrupa la concentración accionarial de los cinco primeros accionistas que aquella que sólo mide la propiedad del accionista mayoritario.

1 como en el 2 son consistentes. Al considerar las características del inversor principal, se observa que ninguna de éstas es relevante en la generación de valor para la empresa. Es decir, que ni las empresas familiares, las sociedades de inversión, las empresas nacionales, ni las multinacionales modifican los problemas que puede presentar el uso de deuda en diferentes contextos de crecimiento.

C. *Especificaciones alternativas*

Para el análisis de robustez se han realizado nuevas estimaciones presentadas en los Cuadros V, VI y VII. El primer conjunto de análisis de robustez tiende a modificar tanto la variable que hace referencia a la estructura de propiedad de las empresas, medida esta vez a través de la participación accionarial del principal accionista, *PAI*, como el criterio de clasificación de las empresas, según las oportunidades de crecimiento, aspecto nuclear del trabajo. Para ello se ha clasificado a las empresas en función del ratio precio de la acción sobre beneficio neto por acción (*P/E*), tanto en tres partes (modelo 3 del Cuadro V) como en dos mitades (modelo 4 del Cuadro V). Pues bien, en el modelo 3 del Cuadro V se observa que el comportamiento del endeudamiento sigue actuando como mecanismo disciplinante para las empresas que cuentan con escasas oportunidades de crecimiento; mientras que aquellas que poseen en sus carteras de inversión significativas oportunidades de crecimiento tienden a reducir el endeudamiento con el objeto de incrementar el valor de la empresa, al reducir los potenciales problemas de agencia de la deuda en estas situaciones.

Con respecto al análisis de la estructura de propiedad de las empresas como mecanismo disciplinante de la discrecionalidad directiva, el modelo 3 del Cuadro V revela que en aquellas empresas que cuentan con oportunidades de crecimiento, a medida que aumenta la participación en los capitales propios por parte del principal accionista, *PAI*, se reduce el valor de la empresa. Sin embargo, una vez que su participación es superior al 50 por ciento se comienza a crear valor para el accionista, tornándose positiva la relación entre *PAI* y *Q*. Una relación, por tanto, distinta a la que obteníamos en el modelo original. Las restantes variables siguen presentando consistencia y robustez de forma similar a los resultados obtenidos en el Cuadro IV.

En segundo lugar, la categorización de las empresas que se efectúa en el Cuadro VI se lleva a cabo a través del cociente entre el precio de la acción sobre el beneficio por acción antes de intereses e impuestos (*PERANTIM*). En este cuadro los modelos 5 y 7 reproducen las estimaciones para los tercios superior e inferior, mientras que el modelo 6 reproduce las estimaciones para las mitades superior e inferior de la ratio *PERANTIM*. Los resultados mostrados en dicho cuadro nuevamente permiten observar que el nivel de endeudamiento sigue actuando como un eficiente mecanismo de gobierno corporativo. Por una parte, las empresas que tienen una cartera con escasas oportunidades de crecimiento presentan una relación positiva y estadísticamente significativa entre el nivel de endeudamiento y el valor de la empresa (ver modelos 5 y 7 del Cuadro VI) ? nótese que, al separar la muestra sólo en dos mitades, la variable *DTAB* pierde poder explicativo para el conjunto de las empresas sin oportunidades de crecimiento? ; mientras que, por otro lado, cuando se dispone de oportunidades de crecimiento, con el objeto de evitar los problemas de subinversión y sustitución de activos inherentes a los contratos de deuda, una reducción de la misma contribuye a la creación de valor para el conjunto de los accionistas.

Al momento de estudiar la incidencia de la concentración de la propiedad sobre el valor de la empresa, los resultados alcanzados siguen estando en línea con los obtenidos con anterioridad. Por una parte, para aquellas empresas con pocas oportunidades de crecimiento, su valor se incrementa hasta cierto punto a medida que mayor es la concentración accionarial en manos de los cinco primeros accionistas, para luego comenzar a disminuir como consecuencia de los potenciales problemas de expropiación de la riqueza de los minoritarios. Adicionalmente, la relación entre el valor de la empresa y el tamaño de la misma, *LNTAM*, sigue siendo positiva con independencia de la existencia de oportunidades de crecimiento. Finalmente, los costes de agencia, *CA*, presentan una relación negativa y estadísticamente significativa con el valor de la empresa con independencia también de la existencia de oportunidades de crecimiento. En consecuencia, estos resultados siguen confirmando que, a medida que mayores son los potenciales costes de agencia, menor será el valor de la empresa para los accionistas.

En tercer lugar, se han clasificado las empresas según el crecimiento de las ventas tanto en tercios como en mitades superiores e inferiores. El principal resultado obtenido (modelo 9 del Cuadro VII) indica que en em-

CUADRO V
RESULTADOS COMPARATIVOS CONSIDERANDO LAS MUESTRAS CON Y
SIN OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO

El cuadro en el modelo 3 (Mod. 3) contiene los resultados obtenidos para las regresiones de la muestra correspondiente al tercio superior (con oportunidades de crecimiento) e inferior (sin oportunidades de crecimiento) ordenado según la categorización de la relación precio de la acción sobre beneficio neto por acción (P/E) con 516 observaciones; mientras que el modelo 4 (Mod. 4) se ha estimado categorizando la muestra en las mitades superior e inferior de la ratio P/E con 774 observaciones. La regresión estimada es:

$$Q_{it} = \alpha_i + \beta_1 DTAB_{it} + \beta_2 PAI_{it} + \beta_3 PAI_{it}^2 + \beta_4 LNTAM_{it} + \beta_5 CA_{it} + e_{it}.$$

Donde Q es la variable dependiente que corresponde a la ratio valor mercado sobre valor libro. Las variables independientes son: $DTAB$ que corresponde al endeudamiento total sobre el total de activos a valor libro, PAI que corresponde al porcentaje de propiedad en manos del principal accionista, el tamaño $LNTAM$ que es aproximado a través del logaritmo neperiano del activo total a valor libro y el CA que mide los costes de agencia a través del cociente entre los gastos de administración y ventas y el total de activos. La constante en cada modelo ha sido omitida. Significación estadística: *** al nivel del 1 por ciento, ** al 5 por ciento y * al 10 por ciento, registrada bajo cada coeficiente.

| | Mod. 3 | | | | Mod. 4 | | | |
|------------------|----------------------------------|-----|----------------------------------|-----|----------------------------------|-----|----------------------------------|-----|
| | SIN OC | | CON OC | | SIN OC | | CON OC | |
| | Coeficiente. (Error Estándar) | | Coeficiente. (Error Estándar) | | Coeficiente. (Error Estándar) | | Coeficiente. (Error Estándar) | |
| DTAB | 0.5065 | *** | -3.9271 | *** | 0.1040 | | -3.0504 | *** |
| | (0.1441) | | (1.0664) | | (0.1237) | | (0.7042) | |
| PAI | 0.0077 | | -0.0794 | ** | 0.0053 | | -0.0556 | ** |
| | (0.0059) | | (0.0341) | | (0.0048) | | (0.0221) | |
| PAI ² | -0.0001 | | 0.0008 | ** | -0.0001 | | 0.0005 | *** |
| | (0.0001) | | (0.0003) | | (0.0000) | | (0.0002) | |
| LNTAM | 0.3121 | *** | 2.3897 | *** | 0.3833 | *** | 1.7476 | *** |
| | (0.0286) | | (0.1997) | | (0.0235) | | (0.1314) | |
| CA | -0.3348 | * | -5.7822 | *** | -0.6168 | *** | -4.1577 | *** |
| | (0.1897) | | (1.5246) | | (0.1756) | | (0.9976) | |
| R ² | 0.3299 | | 0.3069 | | 0.3429 | | 0.2472 | |
| Obs | 516 | | 516 | | 774 | | 774 | |

CUADRO VI
RESULTADOS COMPARATIVOS CONSIDERANDO MUESTRAS DE
DISTINTO TAMAÑO CON Y SIN OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO,
Y CATEGORIZANDO SEGUN LA RATIO PERANTIM

El cuadro en los modelos 5 y 7 (Mod. 5 y Mod. 7, respectivamente) contiene los resultados obtenidos para las regresiones de las muestras correspondientes al tercio superior (con oportunidades de crecimiento) e inferior (sin oportunidades de crecimiento) ordenado según la categorización de la relación precio de la acción sobre beneficio antes de intereses e impuestos (*PERANTIM*) con 513 observaciones; mientras que el modelo 6 (Mod. 6) se ha estimado categorizando la muestra solamente en la mitad superior (con oportunidades de crecimiento) y en la mitad inferior (sin oportunidades de crecimiento) categorizadas según el *PERANTIM* con 770 observaciones. La regresión estimada es:

$$Q_{it} = \alpha_1 + \beta_1 DTAB_{it} + \beta_2 PA5_{it} + \beta_3 PA5_{it}^2 + \beta_4 LNTAM_{it} + \beta_5 CA_{it} + \beta_6 EMFAM_{it} + \beta_7 SOCINV_{it} + \beta_8 EMNAC_{it} + \beta_9 EMMUL_{it} + \varepsilon$$

Donde Q es la variable dependiente que corresponde a la ratio valor mercado sobre valor libro. Las variables independientes son: *DTAB* que corresponde al endeudamiento total sobre el total de activos a valor libro, *PA5* que corresponde al porcentaje de propiedad en manos de los cinco primeros accionistas, el tamaño *LNTAM* que es aproximado a través del logaritmo neperiano del activo total a valor libro y los costes de agencia, *CA* que son aproximados a través del gasto en administración y ventas sobre el total de activos. La constante en cada modelo ha sido omitida. Significación estadística: *** al nivel del 1 por ciento, ** al 5 por ciento y * al 10 por ciento, registrada junto a cada coeficiente.

| | Mod. 5 | | Mod. 6 | | Mod. 7 | |
|------------------|--|--|--|--|--|--|
| | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) |
| DTAB | 0.6287 *** (0.1368) | -3.6067 *** (1.0789) | 0.1419 (0.1326) | -3.1548 *** (0.7073) | 0.6292 *** (0.1377) | -3.3699 *** (1.1148) |
| PA5 | 0.0128 * (0.0066) | -0.0274 * (0.0525) | 0.0099 (0.0064) | -0.0183 (0.0302) | 0.0129 * (0.0067) | -0.0176 (0.0533) |
| PA5 ² | -0.0001 ** (0.0001) | 0.0000 (0.0004) | -0.0001 * (0.0001) | 0.0000 (0.0002) | -0.0001 ** (0.0001) | -0.0001 (0.0004) |
| LNTAM | 0.3160 *** (0.0277) | 2.5020 *** (0.2067) | 0.3924 *** (0.0248) | 1.7816 *** (0.1330) | 0.3166 *** (0.0278) | 2.5427 *** (0.2093) |
| CA | -0.3670 ** (0.1745) | -4.9578 *** (1.5681) | -0.5627 *** (0.1826) | -4.2574 *** (1.0333) | -0.3648 ** (0.1755) | -4.8407 *** (1.5808) |
| EMFAM | | | | | 0.0347 (0.2639) | -0.9943 (1.3619) |
| SOCINV | | | | | 0.0070 (0.2356) | -1.4947 (1.2594) |
| EMNAC | | | | | -0.0124 (0.2338) | -1.1794 (1.1978) |
| EMMUL | | | | | | -2.3064 (1.4625) |
| R ² | 0.3612 | 0.3085 | 0.3322 | 0.2478 | 0.3614 | 31.43 |
| Obs | 513 | 514 | 770 | 771 | 513 | 514 |

presas con oportunidades de crecimiento, una reducción del endeudamiento incrementa el valor de la empresa al aminorar los potenciales problemas de agencia de la deuda. En cambio, no se obtiene evidencia significativa ni del papel de la deuda en un contexto de pocas oportunidades de crecimiento, ni del efecto de la estructura de propiedad. A la vista de estos resultados, la separación de las empresas según el crecimiento de sus ventas no constituye una variable *proxy* con amplio poder explicativo, en comparación con las anteriormente empleadas (*P/E* y *PERANTIM*).

Como una prueba de robustez final, también se efectuaron regresiones de corte transversal para los años extremos (1990 y 2001) y para el año intermedio de nuestro período de análisis (1996), categorizando las empresas según la ratio *P/E*.¹² Los resultados obtenidos a través de MCO solamente fueron estadísticamente significativos para el nivel de deuda, *DTAB*, para las empresas sin oportunidades de crecimiento para los años 1990 y 2001. Si bien es cierto que este resultado está en línea con los expresados con antelación, no es menos cierto que el poder explicativo del conjunto de dichas regresiones fue considerablemente bajo.

Para finalizar con las especificaciones alternativas a través de regresiones de MCO, se efectuó un análisis categorizando nuevamente a las empresas según el *P/E*, pero esta vez considerando los valores medios de las variables para cada empresa durante nuestro período de análisis (1990-2001). Estos resultados en su conjunto no fueron estadísticamente significativos. No obstante, esto no supone un problema porque, en consecuencia con todas las estimaciones realizadas, creemos que la utilización de estimaciones de datos de panel es un método econométrico más adecuado que la estimación por mínimos cuadrados ordinarios para el logro de nuestro objetivo de investigación, tanto por su carácter dinámico como por su eficiencia explicativa.

IV. CONCLUSIONES

La consideración explícita de las oportunidades de crecimiento proporciona una nueva y complementaria perspectiva para analizar el efecto de la estructura de financiación y de gobierno de las empresas. Sin duda, el

¹² Resultados no reportados en cuadro.

CUADRO VII

RESULTADOS COMPARATIVOS CONSIDERANDO MUESTRAS DE
DISTINTO TAMAÑO CON Y SIN OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO,
Y CATEGORIZANDO SEGUN EL CRECIMIENTO DE LAS VENTAS

El cuadro en el modelo 8 (Mod. 8) contiene los resultados obtenidos para las regresión correspondiente al tercio superior (con oportunidades de crecimiento) e inferior (sin oportunidades de crecimiento) ordenado según la categorización del crecimiento de las ventas con 479 observaciones; mientras que el modelo 9 (Mod. 9) se ha estimado categorizado la muestra solamente en la mitad superior (con oportunidades de crecimiento) y en la mitad inferior (sin oportunidades de crecimiento) según el crecimiento de las ventas con 748 observaciones. La regresión estimada es:

$$Q_{it} = \alpha_i + \beta_1 DTAB_{it} + \beta_2 PA5_{it} + \beta_3 PA5_{it}^2 + \beta_4 LNTAM_{it} + \beta_5 CA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde Q es la variable dependiente que corresponde a la ratio valor mercado sobre valor libro. Las variables independientes son: DTAB que corresponde al endeudamiento total sobre el total de activos a valor libro, PA5 que corresponde al porcentaje de propiedad en manos de los cinco primeros accionistas, el tamaño LNTAM que es aproximado a través del logaritmo neperiano del activo total a valor libro y los costes de agencia, CA que son aproximados a través del gasto en administración y ventas sobre el total de activos. La constante en cada modelo ha sido omitida. Significación estadística: *** al nivel del 1 por ciento, ** al 5 por ciento y * al 10 por ciento, registrada junto a cada coeficiente.

| | Mod. 8 | | | Mod. 9 | |
|------------------|--|--|--|--|--|
| | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) | | SIN OC Coeficiente. (Error Estándar) | CON OC Coeficiente. (Error Estándar) |
| DTAB | -0.6178 0.6000 | -1.1909 ** 0.5308 | | 0.0749 0.3125 | -2.7623 *** 0.5899 |
| PA5 | 0.0022 0.0326 | -0.0140 0.0241 | | -0.0248 0.0192 | -0.0338 0.0257 |
| PA5 ² | -0.0001 0.0002 | 0.0000 0.0002 | | 0.0001 0.0001 | 0.0002 0.0002 |
| LNTAM | 0.6269 *** 0.1122 | 1.0115 *** 0.1218 | | 0.5041 *** 0.0677 | 1.6449 *** 0.1206 |
| CA | -0.9411 0.7687 | -2.0408 ** 0.7837 | | -1.1565 ** 0.5639 | -2.5827 *** 0.7161 |
| R ² | 0.0941 | 0.1786 | | 0.0988 | 0.2622 |
| Obs | 479 | 480 | | 748 | 691 |

papel que desempeña el endeudamiento se singulariza en la medida en que la empresa disponga o no de oportunidades de crecimiento. La literatura financiera defiende el papel del endeudamiento, de un lado, como mecanismo disciplinario de la dirección de la empresa en un contexto de ausencia de oportunidades de inversión, reduciendo el *free cash flow* y por ello la probabilidad de llevar a cabo inversiones en exceso no rentables (sobreinversión), y, de otro, como inhibidor del aprovechamiento de las oportunidades de inversión (subinversión) o como un incentivo a la adopción de decisiones de elevado riesgo (sustitución de activos), cuando la empresa dispone de oportunidades de inversión y elevado endeudamiento.

Además, en un contexto y otro, la estructura de propiedad constituye un mecanismo relevante de control de la gerencia, aunque es posible particularizar para ambas situaciones. En el caso de que la empresa no disponga de oportunidades de crecimiento, y los directivos tengan un incentivo a invertir en proyectos con un valor actual neto negativo, la supervisión de los accionistas podría poner coto al comportamiento discrecional. Por el contrario, una excesiva concentración, aun incentivando la supervisión, favorece la posibilidad de expropiación de los accionistas minoritarios.

Ambas cuestiones, endeudamiento y estructura de propiedad, se contrastan en el marco empresarial chileno a través de datos de panel. Los resultados obtenidos revelan a las claras el efecto diferencial del endeudamiento sobre el valor en función de las oportunidades de crecimiento de la empresa y aportan cierta evidencia empírica acerca del efecto de que la concentración de propiedad se refleja sólo de forma parcial para el caso de las empresas con pocas oportunidades de inversión.

En concreto, la evidencia es consistente con el efecto supervisión del endeudamiento para aquellas empresas chilenas con escasas oportunidades de crecimiento, según los argumentos de Jensen (1986), McConnell y Servaes (1995) y Andrés *et al.* (2000). Mientras que para empresas con elevadas oportunidades de crecimiento, se pone de manifiesto el efecto nocivo de un excesivo apalancamiento, en consonancia con Jensen y Meckling (1976), Myers (1977), McConnell y Servaes (1995) y Andrés *et al.* (2000).

Por lo que se refiere a la estructura de propiedad, la evidencia obtenida para el entramado corporativo chileno está más en consonancia con los resultados obtenidos por McConnell y Servaes (1995) para las empresas americanas que los obtenidos para las empresas españolas. Aun sin ser totalmente concluyentes, los contrastes realizados revelan la existencia de

una relación no lineal (cuadrática) entre la concentración de propiedad, en concreto de los cinco primeros accionistas, y el valor de la empresa para el conjunto de empresas con pocas oportunidades de inversión, grupo en el que era previsible un efecto más contundente de la estructura de propiedad de la empresa. No obstante, el análisis de sensibilidad revela que el efecto de la estructura de propiedad no siempre es consistente. Además, dado que el sistema corporativo chileno es bastante complejo en cuanto a participaciones cruzadas, el efecto observado debe interpretarse con cautela.

Los resultados obtenidos se han mostrado satisfactorios en la mayoría de los casos; sin embargo, el análisis no carece de ciertas limitaciones, tales como la profundización en la propiedad de los grupos económicos chilenos. La carencia de datos sobre la participación de la dirección y los consejeros en la propiedad en las empresas limita su estudio como una dimensión más para la correcta definición de la estructura de gobierno en las empresas. Estas restricciones obligan al investigador y al lector a considerar los resultados con cierta cautela, y se reconocen como cuestiones a examinar en posteriores investigaciones.

REFERENCIAS

- Allen, F. y D. Gale (2001). Comparing financial systems, 1ª Edición, MIT Press (Paperback Edition, Massachusetts).
- AlNajjar, F. y A. Riahi-Belkaoui (2001). "Growth opportunities and earnings management", *Managerial Finance* 27: 12, 72-81.
- Andrés Alonso, P. de (1998). Contratos, Recursos y Creación de Valor. Un análisis de la empresa española. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico. Universidad de Valladolid. Valladolid.
- Andrés Alonso, P. de, V. Azofra y J. A. Rodríguez (2000). "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español", *Investigaciones Económicas* 24: 3, 641-679.
- Arellano, M. y O. Bover (1990). "La econometría de datos de panel", *Investigaciones Económicas* 14: 1, 3-45.
- Arellano, M., (1993), "On the testing of correlated effects with panel data", *Journal of Economics* 59: 87-97.
- Azofra, V., J. A. Rodríguez y E. Vallelado (1995). Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: un enfoque de agencia, Actas de las X Jornadas de Economía Industrial, pp. 129-145.
- Baltagi, B. (1995). *Econometric analysis of panel data*, ed. John Wiley & Sons Ltd (Baffins Lane, Chichester, Inglaterra).
- Beck, T. y R. Levine (2004). "Stock markets, banks, and growth: Panel evidence", *Journal of Banking & Finance* 28: 423-442.
- Berger, P., E. Ofek y D. Yermack (1997). "Managerial entrenchment and capital structure decisions", *The Journal of Finance* 52: 4, 1411-1438.
- Booth, L., A. Demirgüç-Kunt y Vo. Maksimovic (2001). "Capital structure in developing countries", *The Journal of Finance* 56: 1, 87-130.
- Burkart, M., D. Gromb y F. Panunzi (1997). "Large shareholders monitoring, and the value of the firm", *Quarterly Journal of Economics* 112: 693-728.
- Carey, M. y R. Rosen (2001). Public debt as a punching bag: an agency model of the mix of public and private debt, Trabajo no publicado, 1-36.
- Chung, K. H. y S. W. Pruitt (1994). "A simple approximation of Tobin's q", *Financial Management* 23: 3, 70-74.
- Claessens, S., S. Djankov y L. Klapper (2000). "The role and functioning of business groups in east Asia and Chile", *Revista ABANTE* 3: 1, 91-107.
- Danbolt, J., I. Hirst y E. Jones (2002). "Measuring growth opportunities", *Applied Financial Economics* 12: 203-212.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (2002). "Funding growth in bank-based and market-based financial system: evidence from firm-level data", *Journal of Financial Economics* 65: 337-363.
- Demsetz, H. y K. Lehn (1985). "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy* 93: 1155-1177.
- Filatovchev, I. y T. Mickiewicz (2002). Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control' and Debt Financing, Artículo no publicado, 1-22.
- Galve, C. y V. Salas (1993). "Propiedad y resultados de la gran empresa española", *Investigaciones Económicas* 17: 207-238.
- Gambola, M., H. W. Lee y F-Y Liu (1999). "Further evidence on insider selling prior to seasoned equity offering announcements: The role of growth opportunities", *The Journal of Finance & Accounting* 26: 5, 621-649.
- Goyal, V., K. Lehn y S. Racic (2002). "Growth opportunities and corporate debt policy: The case of the U.S. defence industry", *Journal of Financial Economics* 64: 35-59.
- Harris, M. y A. Raviv (1991). "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, 45: 1, 297-355.

- Harris, R. (1997). "Stock markets and development: A re-assessment", *European Economic Review* 41: 139-146.
- Himmelberg, C., G. Hubbard y D. Palia (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics* 53: 353-384.
- Iglesias, A. (2000). "Pension reform and corporate governance: Impact in Chile", *Revista ABANTE* 3: 1, 109-141.
- Jensen, M. y W. Meckling (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *The Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jensen, M. (1986). "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76: 323 - 329.
- Johnson, S. y A. Shleifer (2000). "Coase and corporate governance in Latin America", *Revista ABANTE* 2: 2, 113-131.
- Khanna, T. y J. W. Rivkin (2001). "Estimating the performance effects of business groups in emerging markets", *Strategic Management Journal* 22: 1, 45-74.
- La Porta, R., F. Lopez-de Silanes y A. Shleifer (1999). "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54: 471-517.
- Lang, L., E. Ofek y R. Stulz (1996). "Leverage, investment, and firm growth", *Journal of Financial Economics* 40: 3-30.
- Lefort, F. y E. Walker (2000). "Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: facts and hypotheses for governance", *Revista ABANTE* 3: 1, 3-27.
- Lefort, F. (2003). "Gobierno corporativo: ¿Qué es? ¿Cómo andamos por casa?", *Cuadernos de Economía* 120: 207-237.
- Leuz, C., D. Nanda y P. D. Wysocki (2003). "Earnings management and investor protection and: an international comparison", *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Levine, R. (2000). "¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil?", *Economía Chilena* 3: 1, 25-55.
- Linderberger, E. B. y S. A. Ross (1981). "Tobin's Q ratio and industrial organization", *Journal of Business* 54: 1, 1-32.
- Majluf, N., N. Abarca, D. Rodríguez y L. A. Fuentes (1998). "Governance and ownership structure in Chilean groups", *Revista ABANTE* 1: 1, 111-139.
- Maug, E. (1998). "Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?", *Journal of Finance* 53: 65-92.
- McConnell, J. J. y H. Servaes (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics* 26: 595-612.
- McConnell, J. J. y H. Servaes (1995). "Equity ownership and two faces of debt", *Journal of Financial Economics* 39: 131-157.
- Menéndez, S. (2001). "Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10: 485-498.
- Miller, M. y F. Modigliani (1961). "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business* 34: 411-433.
- Modigliani, F. y M. Miller (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review* 68: 261-297.
- Morck, R., A. Shleifer y R. W. Vishny (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Morgado, A. y J. Pindado (2003). "The underinvestment and overinvestment hypothesis: An Analysis using panel data", *European Financial Management* 9: 2, 163-177.
- Myers, S. C. (1977). "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- Myers, S. y N. Majluf (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors don't have", *Journal of Financial Economics* 13: 77-107.
- Pilotte, E. (1992). "Growth opportunities and the stock price response to new financing", *Journal of Business* 65: 3, 371-394.

- Prowse, S. (1994). "Corporate governance in an international perspective: A survey of corporate control mechanism among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany". BIS *Economic Papers*, 41, Bank of International Settlement.
- Rajan, R. G. y L. Zingales (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance* 50: 5, 1421-1460.
- Ramezani, C., L. Soenen y A. Jung (2002). Growth, corporate profitability and shareholder value creation, Serie de Documentos de Trabajo de Social Science Research Network (SSRN), marzo.
- Rodríguez, J.A. (1997). Capital, control y resultados en la gran empresa, Secretariado de Publicaciones e Intercambio Editorial. Universidad de Valladolid.
- Singh, M. y W.N. Davidson III (2003). "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", *Journal of Banking & Finance* 27. 793-816.
- Smith, C. W. y R. L. Watts(1992). "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics* 32: 263-292.
- Wald, J. K. (1999). "How firm characteristics affect capital structure: an international comparison", *Journal of Financial Research* June 22: 161-187.