

Determinantes de la concentración de la propiedad en el mercado de valores chileno

Marco Morales, María José Meléndez y Vanessa Ramírez

RESUMEN

En este artículo se analizan econométricamente los determinantes de la concentración de la propiedad en el mercado de valores chileno, con especial atención en los efectos de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones. Si bien esta ley cumple su objetivo central, el mecanismo de oferta pública de adquisición aumenta la concentración de la propiedad, principalmente debido a la figura de la “oferta pública de adquisición residual” obligatoria. Además, se encontraron casos significativos de respuestas contradictorias entre el accionista mayoritario y los dos mayores accionistas siguientes, que deberían servir de advertencia en el momento de efectuar comparaciones internacionales sobre la base de una medida común de concentración de la propiedad, que no toma en cuenta las estructuras de propiedad características de los mercados de América Latina. Estos aspectos deben considerarse a fin de lograr las metas regulatorias que persiguen los proyectos de ley de protección de los accionistas minoritarios.

PALABRAS CLAVE

Acciones, mercados, concentración económica, leyes y reglamentos, modelos econométricos, Chile

CLASIFICACIÓN JEL

G32, G34, G23

AUTORES

Marco Morales es profesor asociado en la Facultad de Empresa de la Universidad Diego Portales, Santiago, Chile. marco.morales@udp.cl.

María José Meléndez es analista en la Gerencia de Infraestructura y Regulación Financiera del Banco Central de Chile. mmelendez@bcentral.cl

Vanessa Ramírez es analista en la Gerencia de Estabilidad Financiera del Banco Central de Chile. vramirez@bcentral.cl

I

Introducción

Muchos estudios se han enfocado en el análisis de los determinantes de la concentración de la propiedad. Demsetz y Lehn (1985) argumentan que la estructura de la propiedad corporativa responde al tamaño de la sociedad, a la inestabilidad de la rentabilidad, al hecho de que sea una empresa de servicios públicos regulada o una institución financiera, o a que su actividad se relacione con los medios masivos de comunicación o el ámbito deportivo. También concluyen que las grandes sociedades que cotizan en la bolsa de valores suelen caracterizarse por poseer estructuras de propiedad altamente difusas, que se traducen en la separación efectiva de la propiedad de los derechos residuales y el control de la toma de decisiones corporativas. Sobre la base de estas conclusiones, Weiss y Richter (2010) se abocaron recientemente al estudio de la importancia relativa de los factores a nivel de empresa, industria y país como determinantes del nivel de concentración de la propiedad empresarial y llegaron a la conclusión de que la influencia en la concentración de la propiedad de los factores a nivel de empresa y país, en especial del contexto institucional, es mucho mayor que la de los factores a nivel de la industria.

En un marco contextual similar, en la literatura jurídica y financiera se analiza profusamente la relación entre la concentración de la propiedad y la protección jurídica de los accionistas minoritarios. En el plano empírico, la evidencia estadística indica que la propiedad está más concentrada, en promedio, en los países donde la protección jurídica es más débil. Según La Porta y otros (1998) y La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999), siempre que la protección jurídica es débil, la concentración de la propiedad se convierte en un sustituto para los inversionistas, debido a que los grandes accionistas tienen mayores probabilidades de obtener un retorno positivo de sus inversiones. Por el contrario, los inversionistas parecen estar dispuestos a ocupar una posición minoritaria y financiar las sociedades en países donde existen normas legales que se hacen cumplir.

No obstante, el concepto de protección legal débil o fuerte no es claro en todos los casos. En los artículos citados también se sugiere que las mejores normas de contabilidad reducen la concentración de la propiedad, mientras que los pagos obligatorios de dividendos la acentúan. En este mismo sentido, Faccio, Lang y Young (2001) analizan las políticas de dividendos en varios países de Asia y Europa, y concluyen que la concentración es mayor en los países europeos, aunque las sociedades paguen en proporción mayores dividendos que en los países asiáticos. Si se considera que los dividendos más altos se vinculan a una mejor protección legal, entonces no existiría una relación inversa entre la concentración y la protección legal de los accionistas, como se desprende de la evidencia empírica.

Esta contradicción podría resolverse mediante los argumentos esgrimidos por Burkart y Panunzi (2006), quienes indagan más allá de la idea generalizada de que la protección legal reduce la probabilidad de que los gerentes desvíen recursos de la sociedad y consideran la relación entre la calidad de la legislación y los incentivos de los accionistas para supervisar el trabajo de los gerentes. En efecto, cuando las leyes ofrecen un sustituto del monitoreo, la protección legal de los accionistas puede incrementar la concentración de la propiedad en lugar de reducirla, como ocurre, en general, según la evidencia empírica. Por otra parte, la concentración de la propiedad podría depender del equilibrio entre la iniciativa de los gerentes y el monitoreo de los accionistas, que se encuentre directamente relacionado con la legislación. Entonces, en países con una protección legal más pronunciada el monitoreo será mayor, y la concentración de la propiedad no sería necesaria para proteger a los accionistas. Así, pues, si bien algunas normas y leyes son complementarias de las medidas de supervisión, otras las sustituyen, originando esta relación directa entre la protección legal y la concentración de la propiedad que contradice la evidencia empírica media.

Musacchio (2007) analiza la evolución histórica de la concentración de la propiedad y la protección legal respecto de los accionistas minoritarios en el Brasil. Su obra se concentra principalmente en los efectos de los sistemas de votación que limitan el poder de los grandes accionistas, así como en las normas que garantizan el pago de dividendos y en la concentración de la propiedad de empresas donde la propiedad está dispersa. Los

□ Deseamos expresar nuestro agradecimiento a Rodrigo Bravo y, en especial, a Juan Ignacio Zucal por su valiosa contribución —durante la investigación— a la construcción y limpieza de la base de datos utilizada en este estudio. También agradecemos los comentarios y las sugerencias de Francisco Silva, Guillermo Yáñez y Guillermo Larraín. Todos los errores que pudieran persistir son de nuestra responsabilidad.

resultados no son concluyentes desde el punto de vista estadístico; sin embargo, existe cierta evidencia que da fundamento a las políticas que limitan los derechos de voto de los grandes accionistas y proporcionan protección jurídica a los accionistas minoritarios, con el objetivo de disminuir la concentración de la propiedad.

Desde la perspectiva europea de gobierno corporativo, Kim, Nofsinger y Kitsabunnarat-Chatjuthamard (2008) demuestran la hipótesis de que los derechos de protección de los accionistas y la independencia del directorio están definitivamente relacionados. Los resultados indican que los países con una protección legal de los accionistas más marcada tienen empresas cuyos ejecutivos son más independientes. De hecho, como estos mecanismos de gobierno son complementarios, hay una correlación inversa entre la concentración de la propiedad y la independencia del directorio.

Desde el punto de vista de la relación entre la propiedad corporativa y las ofertas públicas iniciales, Foley y Greenwood (2010) analizan los datos de panel de la propiedad corporativa en 34 países entre 1995 y 2006, a fin de poner a prueba la relación entre la concentración de la propiedad y la protección débil de los inversionistas. Sus resultados revelan que las sociedades que comenzaron recientemente a cotizar en la bolsa tienden a la concentración de la propiedad, independientemente del nivel de protección de los inversionistas. También demuestran que, luego de su inscripción en la bolsa de valores, las empresas radicadas

en países con alta protección para los inversionistas tienen más probabilidades de experimentar una disminución de la concentración de la propiedad en respuesta a las oportunidades de crecimiento.

En este artículo se efectúa un análisis econométrico de los determinantes de la concentración de la propiedad en el mercado de valores chileno, prestando atención sobre todo a los efectos de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, conocida como “Ley de Opas”. Luego de esta Introducción, en la sección II se describen las principales variables que se suelen citar en la literatura como determinantes de la concentración de la propiedad. En la sección III se presenta una discusión sobre las estructuras de propiedad piramidales, que funcionan como mecanismos de control alternativos al que se considera en este estudio. En la sección IV se indaga la función de los inversionistas institucionales en el gobierno corporativo de la empresa en términos del control de los directivos y los principales accionistas. En la sección V se abordan las características básicas de la Ley de Opas, sobre todo en cuanto a cómo protege los intereses de los accionistas minoritarios cuando el control de la sociedad cambia de manos. En la sección VI se presenta el análisis econométrico, que comprende una descripción de los datos y los resultados de la estimación. Por último, en la sección VII se incluyen las conclusiones derivadas de la evidencia empírica y una reflexión sobre los temas que pueden investigarse en el futuro.

II

Determinantes de la concentración de la propiedad

Además de la existencia y la calidad de las leyes que regulan el gobierno corporativo y la protección de los accionistas minoritarios, otros factores específicos (tamaño, índices financieros, y otros) o variables agregadas de las firmas (capitalización del mercado y liquidez, ingreso per cápita, entre otras) también deberían considerarse como posibles determinantes de la concentración de la propiedad en el mercado.

Si bien un análisis empírico de estos determinantes debería basarse en la especificación de una función derivada de principios básicos (condiciones de primer orden obtenidas a partir de un problema de maximización de la utilidad resuelto en favor de los accionistas y su

interacción), la mayoría de la evidencia estadística proviene de estudios de corte transversal de varios países, que incluyen variables que podrían afectar a la concentración de la propiedad, pero sin ningún enfoque consistente de construcción de modelos.

Entre las variables específicas de cada entidad que suelen tratarse como determinantes de la concentración de la propiedad se encuentran el tamaño, la relación entre el endeudamiento y el capital propio y la política de distribución de dividendos.

Según un primer argumento, cuanto más grande es la sociedad, mayor es el número de accionistas necesarios para conformar el capital y mayor tiene que

ser la dispersión de la propiedad. Sin embargo, en la mayoría de los países (con excepción de Estados Unidos de América, Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y Japón) las sociedades suelen estar controladas por familias e incluso por personas y no hay desviaciones significativas del principio de “un voto, una acción” (es decir, los derechos de votación son proporcionales a la propiedad accionaria), lo que implica que el control se obtiene principalmente por medio de la concentración de la propiedad. Por lo tanto, en este caso cada aumento patrimonial proviene de los accionistas más grandes y no de una mayor participación de los accionistas minoritarios, con lo que se incrementa la concentración de la propiedad.

En segundo lugar, un nivel mayor de deuda (medida en términos de apalancamiento financiero) es un indicador de mayor acceso a financiamiento bancario y por bonos, lo que reduce la necesidad de contar con un mayor número de accionistas minoritarios para financiar nuevos proyectos de inversión. Así, un nivel de endeudamiento más alto puede relacionarse directamente con la concentración de la propiedad.

Además, la política de pago de dividendos es considerada un mecanismo de protección para los accionistas minoritarios frente a una posible expropiación de los accionistas mayoritarios. De hecho, las políticas en que se establecen porcentajes mínimos de pago de dividendos podrían considerarse sustitutos de la protección jurídica específica de los accionistas minoritarios. Entonces, mientras más elevado es el porcentaje de pago de dividendos (por sobre el mínimo legal, si existe), más alto es el número de accionistas minoritarios con intención de participar en la sociedad. De allí que la relación entre la concentración de la propiedad y el pago de dividendos sería inversa. Sin embargo, como se explicó en la Introducción, esta relación podría ser directa si la política de pago de dividendos redundaba en un menor monitoreo de los accionistas.

Los fondos de pensiones son, por definición, accionistas minoritarios, dados los límites regulatorios a sus inversiones. Aun así, puesto que estos inversionistas institucionales tienen equipos de analistas financieros altamente capacitados —y más aún, para varios fondos es posible votar en bloque a fin de asegurarse un lugar en el directorio—, están en condiciones de monitorear a los gerentes y, tal vez, mejorar el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten. Todas estas acciones pueden inducir a una mayor dispersión de la propiedad, al disminuir la prima de control de los grandes accionistas o al darles a los accionistas minoritarios mayor confianza para participar. El papel de los fondos de pensiones

podría ser importante sobre todo en el caso chileno, dado el gran volumen de fondos acumulados desde el comienzo del sistema de pensiones privado a principios de la década de 1980.

En cuanto a las variables agregadas (comunes a todas las empresas), una bolsa de valores profunda y amplia —medida en función de la capitalización bursátil en relación con el producto interno bruto (PIB)— debería facilitar la inversión en sociedades por parte de los accionistas minoritarios, lo que contribuiría a reducir la concentración de la propiedad. De forma similar, el PIB per cápita (como variable sustitutiva del ingreso medio) debería tener relación directa con un número de accionistas minoritarios, lo que contribuiría a disminuir la concentración.

Junto con lo expuesto anteriormente, para reducir la concentración de la propiedad es preciso considerar varios factores que, de no ser incorporados, pueden generar efectos negativos inesperados. Al respecto, cabe señalar en primer lugar que el gobierno corporativo en un nivel gerencial apropiado es esencial para controlar los costos de agencia asociados.

La importancia del gobierno corporativo de la empresa ha sido un tema de debate en todo el mundo por más de una década, sobre todo a partir de 2007 a continuación de la crisis financiera, que sirvió para exponer una serie de fallas en el gobierno corporativo de las instituciones financieras.

De allí surgió la revisión de 2010 de los llamados “Principios para mejorar el gobierno corporativo” llevada a cabo por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria¹, que tomó en consideración las recomendaciones previas de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE, 2004). En particular, el gobierno corporativo se define como uno de los elementos clave para mejorar la eficiencia económica y el crecimiento, así como para promover la confianza entre los participantes del mercado.

Cabe destacar también, desde el punto de vista de la regulación financiera y protección al consumidor, que durante el mismo año 2010 fue publicada en los Estados Unidos de América la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección al consumidor, cuyo objetivo fue promover la estabilidad financiera en el país —junto con la transparencia y la obligación de rendir cuentas de su sistema financiero— así como la protección de los contribuyentes y consumidores frente a un posible abuso. Entre los elementos clave de esta nueva reforma

¹ Véase [en línea] <http://www.bis.org/publ/bcbs176.pdf>.

se incluyen el fortalecimiento del gobierno corporativo, el manejo de conflictos de interés y el establecimiento del importante papel de vigilancia que cumple el directorio de cada sociedad.

Entretanto, como se verá más adelante, Chile introdujo en el año 2000 el tema del gobierno corporativo a través de la Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Ley de Opas) y posteriormente en 2009, mediante la adopción de la ley 20.382 que “introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas”. En virtud de esta última ley se aprobaron modificaciones a las leyes 18.045 y 18.046 con miras a proteger los derechos de los accionistas de sociedades, fomentar la transparencia y el suministro de información, y establecer el papel relevante que cumple el directorio para lograrlo. Se destaca la incorporación de un nuevo artículo sobre transacciones entre partes relacionadas, donde se define lo que significan estas operaciones, los requisitos para llevarlas a cabo y las obligaciones de reporte necesarias para que sean aprobadas por el directorio, de acuerdo con ciertos requerimientos². Este cambio fue introducido para facilitar la identificación de los potenciales conflictos de intereses que pueden surgir cuando tales operaciones se llevan a cabo.

² De acuerdo con el artículo 147 de la ley 18.046, los requisitos y procedimientos establecidos pueden dispensarse en algunas transacciones entre partes relacionadas, como aquellas que no involucran montos sustanciales, las que se estiman ordinarias en consideración al giro social y las que se realizan entre personas jurídicas en las que la sociedad posea, directa o indirectamente, al menos un 95% de la propiedad de la contraparte.

Además, dadas las características de la concentración de la propiedad en Chile, cuando la mayoría de los directores son personas relacionadas con el grupo que controla la sociedad, la ley exige la designación de al menos un director independiente. Esto es muy importante para mejorar la gestión de las empresas y podría, en última instancia, aumentar su valor Lefort y Urzúa, (2008).

Más aún, desde el punto de vista del manejo de información privilegiada, la ley establece que los empleados de una compañía que tienen conocimiento de información privilegiada no podrán comprar o vender acciones hasta que esa información se haga pública. Este período se conoce como período de bloqueo. Además, la ley distingue entre la presunción de posesión de información privilegiada, que se aplica a quienes trabajan en la dirección de la sociedad, y la presunción de acceso a información, que se aplica a quienes interactúan con la dirección sin pertenecer a ella. Estas mejoras son muy importantes dada la estructura de propiedad de las sociedades chilenas, ya que el posible uso indebido de información privilegiada en este caso podría ser mucho mayor.

En resumen, la creación de un buen sistema de gobierno corporativo incentiva tanto a la administración como a los miembros del directorio al logro de un adecuado manejo de la compañía, y favorece el monitoreo efectivo y la protección oportuna de todos sus interesados directos (*stakeholders*). Sin embargo, existe todavía otro factor que puede afectar potencialmente a la concentración de propiedad en las sociedades: su estructura. En la sección III se analizarán las consecuencias para las entidades chilenas.

III

Estructuras piramidales

En este estudio se analiza la estructura de la propiedad solo sobre la base del porcentaje de sociedades perteneciente a sus accionistas mayoritarios. En otras palabras, se presume que el control de la sociedad se ejerce mediante el principio de un voto, una acción, lo que implica que los derechos de voto son proporcionales a la participación accionaria. De hecho, muchas empresas del sector público en países en desarrollo que forman parte de grupos empresariales se caracterizan por la separación de los derechos de voto de los derechos sobre el flujo de fondos a través del uso de participaciones accionarias

cruzadas, pirámides accionarias y participaciones de clases múltiples, lo que permite a los propietarios adquirir el control efectivo de sus sociedades con derechos limitados sobre el flujo de fondos.

En una estructura piramidal, la familia que tiene el control lo alcanza mediante una cadena de relaciones de propiedad: la familia controla directamente a una sociedad, que a su vez controla a otra, que tal vez controle a una tercera y así sucesivamente. Por ejemplo, una familia en la cima de la pirámide es propietaria del 50% de una sociedad, que a su vez es propietaria del 50% de otra

sociedad, la que posee el 50% de una tercera, con lo que esa familia obtiene control sobre todas las sociedades de la pirámide con una inversión cada vez más pequeña a medida que se desciende a su base. De esta forma, el accionista ubicado en la cima de la pirámide mantiene el control de las sociedades sin tener derecho sobre los flujos de fondos que genera, con lo que las pirámides representan una distorsión del principio de un voto, una acción.

Esta distorsión podría afectar al análisis de este estudio, dado que solo se está considerando el porcentaje de accionistas mayoritarios de una sociedad. En otras palabras, es posible que no se obtengan los resultados esperados si las estructuras piramidales resultan ser muy importantes en el mercado chileno. En esta sección, por lo tanto, se analizará la operación de las estructuras piramidales y su presencia en el mercado chileno.

La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) definen la estructura de propiedad de una sociedad como una pirámide si esta tiene un propietario final y existe, al menos, una compañía intermedia entre dicha sociedad y el último propietario en la cadena del 20% de los derechos de voto cuyas acciones se cotizan en bolsa. De esta manera, si una sociedad con acciones que se cotizan en bolsa B tiene el 45% de los votos en una sociedad A, y una persona C tiene el 30% de los votos en la sociedad B, se podría decir que C controla A y que la estructura de propiedad es una pirámide.

En el gráfico 1 se muestra cómo la propiedad está separada del control al usar estructuras piramidales en un grupo empresarial. La sociedad *holding* tiene control efectivo sobre todas las sociedades de la pirámide, si bien en realidad posee una muy pequeña porción de cada

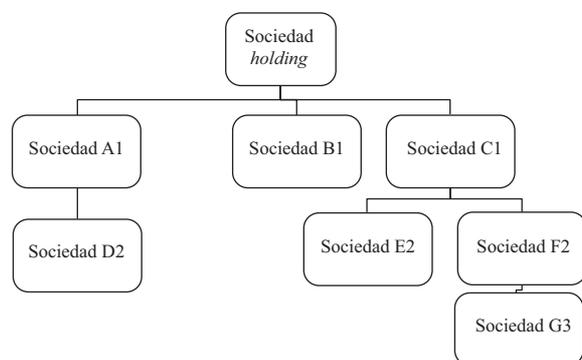
sociedad. Por ejemplo, mientras que la sociedad *holding* recibe el 100% de los dividendos de las sociedades A1 y B1 y el 70% de los que paga la sociedad C1, percibe solo el 34,3% de los dividendos de la sociedad G3.

La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) examinaron las estructuras de propiedad de grandes sociedades en 27 economías desarrolladas del mundo y concluyeron que en el 26% de ellas el control se ejercía mediante una estructura piramidal; además, esta estructura parecía ser el mecanismo más importante utilizado por accionistas mayoritarios para separar la propiedad del flujo de fondos de los derechos de control. Claessens, Djankov y Lang (2000) examinaron sociedades en nueve países asiáticos y observaron que el uso de las estructuras piramidales era muy frecuente. Faccio y Lang (2002) informaron que el uso de acciones de dos clases y de pirámides para mejorar el control de los accionistas más grandes era común en Europa occidental, y Khanna y Yafeh (2007) constataron que estas estructuras estaban más presentes en los mercados emergentes.

Como otros países de América Latina, Chile tiene una alta concentración de propiedad y una estructura corporativa dominada por aglomeraciones productivas (*clusters*). En el país, los grupos corporativos ejercen el control básicamente mediante estructuras piramidales, sobre todo porque las participaciones accionarias cruzadas están prohibidas por la ley chilena. Estas pirámides suelen tener varias capas de sociedades inversionistas antes de llegar al nivel de empresas operacionales, las que también pueden controlar varias empresas individuales, a veces en sectores de la economía que no están relacionados³. Lefort y Walker (2000 y 2007) han demostrado que aproximadamente el 70% de las sociedades no financieras inscritas en la bolsa de valores en Chile pertenecen a una de los 50 *clusters* que, en conjunto, controlan el 91% de los activos de las sociedades no financieras en el país. Sugieren que la forma más común de separar el control de los derechos sobre el flujo de fondos en las aglomeraciones productivas chilenas es mediante simples esquemas piramidales, con solo un tercio de las filiales inscritas en la bolsa de valores en el segundo y el tercer nivel de la estructura piramidal. También observan que los accionistas mayoritarios de las aglomeraciones productivas chilenas poseen más acciones que las necesarias para mantener el control; en efecto, en 1998 tenían la propiedad, en forma directa o indirecta, del 57% del capital consolidado.

GRÁFICO 1

Ejemplo de propiedad piramidal



Fuente: F. Lefort, "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile", *Temas de la agenda pública*, año 3, N° 23, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile, 2008.

³ Véase Agosin y Pastén (2003).

IV

Inversionistas institucionales y gobierno corporativo

Otro aspecto que ha cobrado relevancia recientemente es la incidencia que los inversionistas institucionales, en particular las administradoras de fondos de pensiones (AFP), podrían tener en la mejora y fomento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades en que invierten. Según la OCDE (2010), a pesar de las limitaciones en las oportunidades de inversión en América Latina, los inversionistas institucionales juegan un papel fundamental en el crecimiento de los mercados accionarios, por tratarse de los más grandes e influyentes accionistas minoritarios de muchas sociedades que cotizan en bolsa, donde el gobierno corporativo de los fondos de pensiones y la rendición de cuentas continúan siendo importantes prioridades en materia de políticas públicas en la región (OCDE, 2010).

El interés de los inversionistas institucionales en promover prácticas de gobierno corporativo se advierte con más fuerza en los mercados con una alta concentración de la propiedad. Estos inversionistas actúan como un contrapeso respecto de los accionistas mayoritarios y protegen a los accionistas minoritarios frente a los intereses del directorio o la gerencia que sean diferentes de los intereses de la sociedad y de sus accionistas en su conjunto. En el caso de los fondos de pensiones, y en concordancia con lo anterior, el papel social y la vigilancia ejercida para proteger los beneficios futuros de los jubilados deberían ser más fuertes.

Las reformas al sistema de pensiones, que comenzaron en Chile en 1981 y continuaron en la década de 1990 en muchos otros países de América Latina, han contribuido en gran medida al crecimiento de grupos de inversión doméstica. Si se observan las estadísticas semestrales correspondientes a los fondos de pensiones de América Latina, Chile muestra fondos que representan un 60% de su PIB.

Como ya se indicó en la sección III, el mercado chileno se caracteriza por la existencia de conglomerados financieros y estructuras piramidales⁴, donde las

regulaciones impiden que los fondos de pensiones controlen empresas. Dichos fondos son los principales accionistas minoritarios de las sociedades chilenas y gran parte de sus recursos se invierten en acciones locales. De hecho, de acuerdo con Agosin y Pastén (2003), un rasgo característico de los mercados de capitales chilenos es la existencia de inversionistas institucionales bien desarrollados, en particular, las administradoras de pensiones privadas que surgieron con la reforma de 1981 y que, a pesar de las limitaciones impuestas a las AFP en el tipo de inversiones que pueden hacer, han logrado una significativa profundización del mercado de valores. Esto señala la importancia de los inversionistas de este tipo, dada su influencia potencial en el gobierno corporativo y las estructuras de propiedad corporativa, así como en la regulación y profundidad de los mercados de capitales.

En tal sentido, Iglesias-Palau (2000) estudió la influencia de las AFP en el gobierno corporativo y estableció que la participación de estas en el mercado de acciones había tenido un efecto positivo en el gobierno corporativo, de acuerdo con varios aspectos. Entre ellos se destacan un aumento del número de miembros independientes del directorio, menores costos de monitoreo gracias a la mejor calidad de la información pública, mayor supervisión de las sociedades en que los fondos de pensión habían invertido y mayor protección de los tenedores de bonos. Más recientemente, Lefort (2007), al analizar los canales a través de los cuales las AFP podrían estar influyendo, directa o indirectamente, en la calidad del gobierno corporativo en sociedades chilenas, concluyó que el efecto es positivo, particularmente en relación con tres aspectos: i) el surgimiento de la reforma en el sistema jurídico y la mejor supervisión bajo la cual operan las sociedades, que ha incidido en la calidad de los mecanismos externos que regulan el gobierno corporativo; ii) el surgimiento de una mayor liquidez del mercado de capitales con crecientes volúmenes de comercio y financiamiento, y iii) la profesionalización de intermediarios financieros y la adopción de métodos de transacción más avanzados y costo-eficientes. Luego de analizar varias intervenciones de las AFP tendientes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades en que han invertido sus activos, el autor sostiene enfáticamente que el monitoreo

⁴ Tal como demostraron Lefort y Walker (2000), los esquemas piramidales son la forma más frecuente de adquirir control en los conglomerados chilenos, dado que las participaciones accionarias cruzadas están prohibidas por ley y las acciones de dos clases son relativamente inusuales.

directo y la intervención de parte de las AFP al ejercer sus derechos como accionistas minoritarios y como tenedores de bonos, o como ambos, han contribuido a mejorar los mecanismos internos de gobierno corporativo de las compañías.

Respecto a mercados extranjeros, Starks (2000) y Gillan y Starks (2003) examinaron la relación entre gobierno corporativo y estructuras de propiedad, concentrándose en el papel de los inversionistas institucionales. Analizaron las diferencias entre países en las estructuras de propiedad y sus consecuencias en la participación de los inversionistas institucionales en el gobierno corporativo. Estos autores concluyeron que a pesar de estas diferencias entre mercados, los inversionistas institucionales tienen el potencial de poder ejercer una función importante. En equilibrio, se espera un aumento en la liquidez, la volatilidad y la capacidad informativa de los precios en los mercados en que los inversionistas institucionales invierten y, en consecuencia, la mayor información provista por el comercio institucional debería traducirse en un mejor monitoreo de las sociedades y en mejores estructuras de gobierno corporativo. Con respecto a la influencia de los inversionistas institucionales internacionales en el gobierno corporativo, Aggarwal y otros (2009) indagaron si la influencia de los inversionistas institucionales afecta al gobierno corporativo mediante el análisis de *holdings* institucionales en sociedades de 23 países, en el período comprendido entre 2003 y 2008. Observaron que el gobierno corporativo a nivel de la empresa se relaciona positivamente con la inversión institucional internacional. Además, establecieron que el origen de las

instituciones es fundamental, ya que aquellas ubicadas en países con una sólida protección de los accionistas son más efectivas en promover un buen gobierno, en comparación con las instituciones de países con una débil protección de los accionistas.

Desde otro punto de vista, Davis (2002) separó en dos grupos la discusión sobre el creciente dominio de las tenencias accionarias a cargo de inversionistas institucionales: el de países anglosajones (el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, los Estados Unidos de América y el Canadá) y el de Europa continental y el Japón (Alemania, Francia, Italia y el Japón). Este autor observó que en el primer grupo de países se apreciaba una mayor influencia directa de las instituciones, en comparación con la situación anterior donde se recurría al mecanismo de absorción para disciplinar a los administradores, con lo que lograron un mejor desempeño corporativo. Por el contrario, el segundo grupo de países se mantuvo más rigurosamente dentro del paradigma de gobierno corporativo basado en la relación con la banca. En este sentido, Rojo y Garrido (2002) puntualizaron que este tipo de disparidades en la estructura de los sistemas de gobierno corporativo conlleva diferencias con respecto a la índole de los problemas y de las soluciones de las que disponen. De acuerdo con estos autores, los inversores institucionales pueden brindar una solución al problema de la propiedad accionaria dispersa, pero la solución debe ir acompañada de una serie de cambios normativos que resultan aun más necesarios en el caso de los sistemas continentales de gobierno corporativo, ya que de lo contrario, los inversionistas institucionales tenderían a agravar el problema de gobierno.

V

Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones

La Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (Ley de Opas), publicada en Chile en diciembre de 2000, regula los cambios en el control corporativo a través de un mecanismo de oferta pública de adquisición, identificando las circunstancias en que se debe efectuar una oferta, la información que debe proporcionarse a los accionistas, el período que la oferta debe permanecer vigente y las condiciones de participación proporcional aplicables cuando la oferta de adquisición genera un

exceso de oferta de acciones. Además, la ley establece las condiciones en que la oferta de adquisición no es obligatoria y estipula un período de transición de tres años en que el control de la sociedad puede cambiar de manos sin la necesidad de recurrir al mecanismo de oferta de adquisición.

Dicho mecanismo establece igual precio para todos los accionistas e igual oportunidad para vender sus acciones al nuevo accionista mayoritario, quien debe

notificar el porcentaje que desea adquirir y el plazo de vigencia de la oferta. Además, el adquirente debe indicar las condiciones de participación proporcional respecto de la colocación de acciones cuando la oferta supera la demanda, a fin de asegurar que los accionistas tengan iguales oportunidades de vender acciones al accionista mayoritario.

Al analizar la concentración de la propiedad, resulta interesante destacar el papel de las “ofertas públicas de adquisición residuales” en los casos en que el accionista mayoritario adquiere dos tercios de los derechos de voto (acciones que representan ese porcentaje), independientemente de si se han adquirido mediante una oferta de adquisición o por medio de algún otro mecanismo. La consideración que subyace a la obligación que surge de la oferta pública de adquisición residual es que, con dos tercios de los derechos de voto, el accionista mayoritario puede gobernar la sociedad sin oposición, incluso en los casos en que deben adoptarse

decisiones que requieren un quórum autorizado para tal efecto. Por otra parte, la obligación también puede justificarse al tomar en cuenta la liquidez reducida que enfrentan los accionistas minoritarios cuando solo se cotiza en la bolsa un tercio del capital accionario de la sociedad y la correspondiente prima de liquidez que afecta a los precios. Sin embargo, en este último caso la ley establece el derecho de retiro de los accionistas minoritarios, quienes pueden vender sus acciones a la sociedad al precio promedio de mercado de los últimos dos meses.

En general, el elemento principal que introduce la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones para la protección de los accionistas minoritarios es que los grandes accionistas no pueden percibir una “prima de control” al vender su participación accionaria, ya que el mecanismo garantiza iguales condiciones para todos los accionistas, sin importar el porcentaje de tenencia accionaria de cada miembro.

VI

Análisis econométrico

1. Descripción de datos

En el conjunto de datos se incluyen 67 sociedades registradas en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el período comprendido entre 1990 y 2007. Si bien la cantidad de empresas registradas es mayor, no se incluyeron las sociedades en que el Estado tiene una significativa participación accionaria, las sociedades con volumen de transacciones bajo o nulo y aquellas con datos incompletos o poco confiables.

Con el propósito de medir la concentración de la propiedad, en la literatura internacional se considera generalmente la suma de los tres accionistas más importantes, y se estima que las sociedades en países como Estados Unidos de América, Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte y Japón se encuentran ampliamente dominadas. En Chile, no obstante, el accionista principal tiene una participación accionaria —en promedio— de casi la mitad del capital social, el segundo accionista más importante participa con la séptima parte y el tercero, con la decimosexta parte del capital social. Al tomar la suma de los tres accionistas más grandes se supone una homogeneidad en su comportamiento, sin

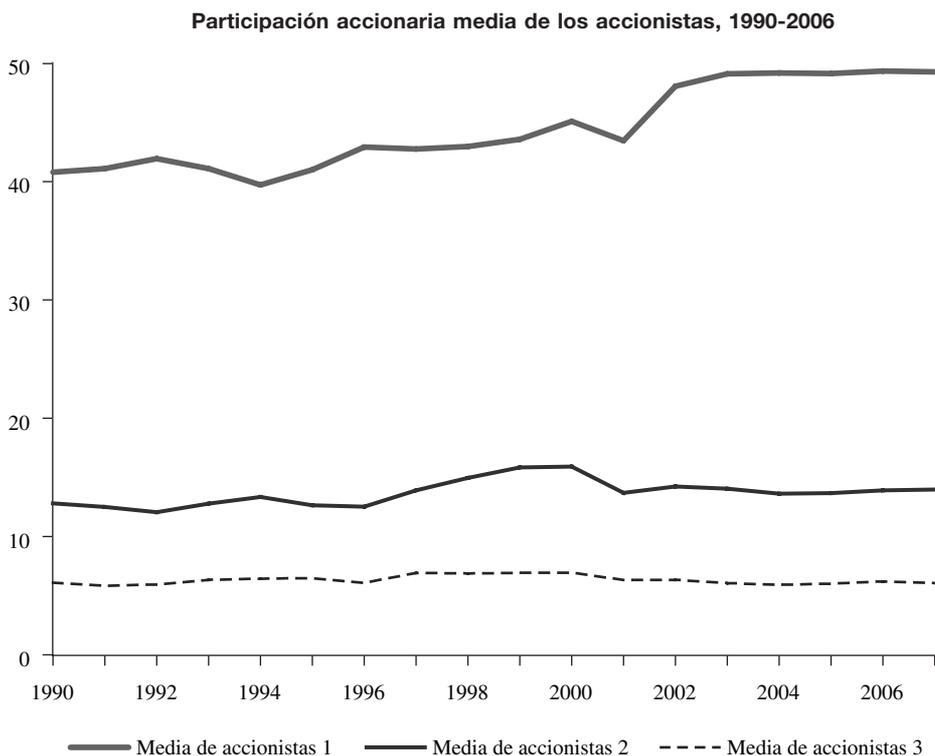
embargo, los accionistas pueden responder de manera totalmente distinta ante las variables que determinan la concentración de la propiedad.

Respecto de las variables independientes, el capital societario se mide en millones de pesos chilenos a precios constantes de 2003, mientras que el apalancamiento financiero se calcula como el total de la deuda dividida por el capital existente en el mes de diciembre de cada año. Si se toma en cuenta el pago obligatorio de dividendos del 30% de las ganancias del ejercicio anterior, esta variable indica un pago que excede al mínimo.

La variable de los fondos de pensiones mide la participación accionaria total del grupo de AFP si se ubican entre los primeros 10 accionistas de la sociedad. Las variables agregadas como la capitalización de mercado respecto del producto interno bruto (PIB) y del PIB per cápita se miden a precios constantes de 2003.

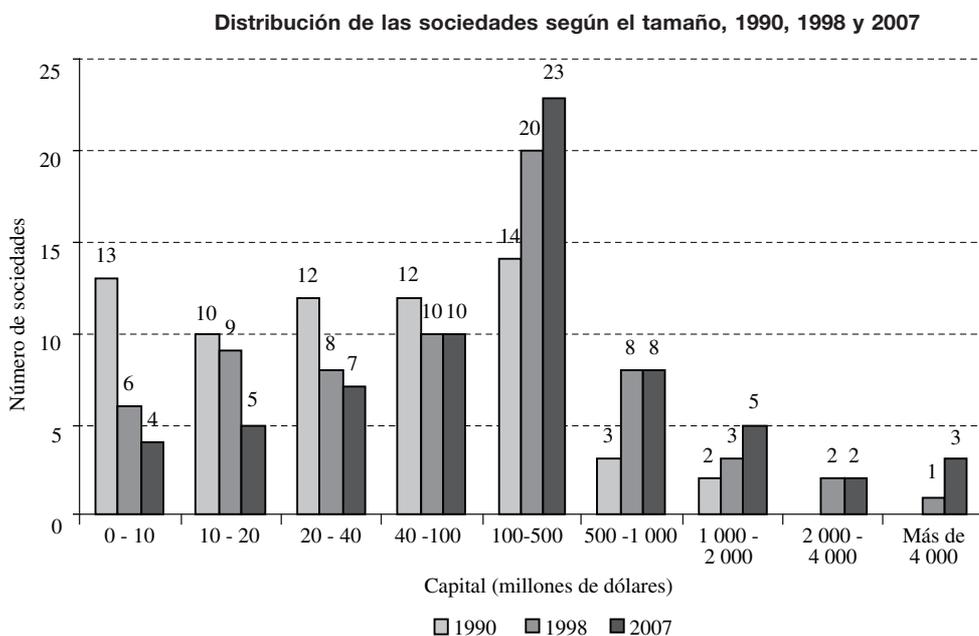
En el gráfico 3 se ilustra el tamaño (capital) de las sociedades y se muestra que la distribución es menos sesgada a las sociedades más pequeñas al final de la muestra. El tamaño promedio en 1998 y 2007 se ubica entre 100 y 500 millones de dólares.

GRÁFICO 2



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (svs).

GRÁFICO 3



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (svs).

2. Estimación de panel

Mediante los métodos de panel de efectos fijos se calcula la siguiente especificación sobre la base de la participación de cuatro accionistas alternativos como variable dependiente:

$$\begin{aligned}
 SHARE_{j,t} = f & (C^{+-}, DIV_{j,t-1}^{+-}, \ln EQ_{j,t}^{+-}, \ln LEV_{j,t}^{+-}, \\
 & \ln GDP_PC_{j,t}^{-}, MC_GDP_{j,t}^{-}, PF_{j,t}^{-}, OPA_{j,t}^{+-}, \\
 & TRANS_{j,t}^{+-}, SHARE_{j,t-1}^{+-})
 \end{aligned}$$

Los dividendos se rezagan un período para evitar la posible endogeneidad, ya que las políticas de pago podrían depender de la concentración de la propiedad.

El efecto de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones está representado por una variable *dummy* que toma un valor de 1 para el año 2001 y 0 para el resto. El período de transición está representado por una segunda variable *dummy* igual a 1 para el año 2001 y 0 para el resto de la muestra. En este último caso, solo tendría sentido vender el control fuera del mecanismo de la oferta de adquisición durante el primer año, ya que debería pagarse una prima mayor por hacerlo más tarde en el período de transición (desde el punto de vista de los inversionistas institucionales locales y extranjeros, se supone que el costo en términos del prestigio como

empresario de quien vendiera el control aumentaría durante el período de transición).

La variable dependiente rezagada se incluye para tomar en cuenta la autocorrelación en el término de error. Con el método de efectos fijos se estima sistemáticamente el modelo de panel dinámico resultante, debido a que la inclinación en los coeficientes autorregresivos desciende a cero (0) a medida que las observaciones de la serie temporal tienden hacia el infinito. Al mismo tiempo, el resto de los parámetros permanecen insesgados si las variables independientes son estrictamente exógenas.

3. Resultados de la estimación

En el siguiente cuadro se incluyen los resultados econométricos de cada una de las cuatro variables dependientes utilizadas como medidas de la concentración de la propiedad. En la primera columna se incluye el modelo de regresión de la definición más común, que toma en cuenta los primeros tres accionistas. En los tres modelos siguientes se toman en cuenta el primero, segundo y tercer accionista para verificar si la inferencia del análisis más común es apropiada para el caso chileno.

Si bien algunas de las variables independientes en el modelo muestran un comportamiento potencialmente no estacionario (al menos en la forma de una tendencia determinista en el largo plazo), la participación del accionista es una variable estacionaria en cualquier definición que se elija. Por ende, no hubo riesgo alguno

CUADRO 1

Concentración de la propiedad (Estimación del panel de efectos fijos)

Variable independiente	Variable dependiente: participación del accionista			
	Primeros tres	Primero	Segundo	Tercero
Constante	-0,7180 (0,01)	0,0855 (0,75)	-0,6157 (0,00)	-0,2234 (0,02)
Pago de dividendos (-1)	-0,0099 (0,04)	-0,0214 (0,00)	0,0127 (0,00)	-0,0007 (0,69)
Log (capital)	0,0076 (0,10)	0,0173 (0,00)	-0,0053 (0,09)	-0,0038 (0,03)
Log (apalancamiento)	0,0009 (0,57)	0,0005 (0,78)	-0,0005 (0,67)	0,0005 (0,39)
Log (PIB per cápita)	0,0529 (0,01)	-0,0167 (0,45)	0,0509 (0,00)	0,0210 (0,01)
Capitalización de mercado/PIB	-0,0431 (0,00)	-0,0350 (0,00)	-0,0085 (0,12)	-0,0011 (0,73)
Participación de las administradoras de fondos de pensiones (AFP)	-0,2069 (0,00)	-0,2311 (0,00)	0,0167 (0,56)	0,0121 (0,46)
<i>Variable dummy</i> : Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones	0,0066 (0,24)	0,0185 (0,00)	-0,0087 (0,02)	-0,0047 (0,03)
<i>Dummy</i> transición 2001	-0,0637 (0,00)	-0,0432 (0,00)	-0,0157 (0,00)	-0,0024 (0,43)
Variable dependiente rezagada	0,7784 (0,00)	0,7934 (0,00)	0,7055 (0,00)	0,6977 (0,00)
R ² modificado	0,9385	0,9383	0,8482	0,7988
Número de observaciones	1 139	1 139	1 139	1 139

Fuente: elaboración propia.

Notas: valor *p* entre paréntesis.
PIB: producto interno bruto.

de correlación espuria en la estimación de este trabajo que pudiera invalidar el análisis a partir de los resultados obtenidos. Además, el hecho de no controlar por las posibles tendencias en algunas de las variables exógenas torna el presente análisis econométrico más exigente para la especificación de modelo.

Como se desprende de los resultados de la estimación, la política de dividendos reduce la concentración de la propiedad del primer accionista (y de los primeros tres), al tiempo que aumenta la del segundo (con respecto al tercero, el coeficiente no es distinto a cero (0)). Existe una contradicción similar en cuanto al capital, con una relación directa entre el primer y los primeros tres accionistas, pero con una relación inversa entre el segundo y el tercero. Del mismo modo, la propiedad de las AFP reduce la concentración si se toman en cuenta los primeros tres accionistas, pero esto realmente se explica por una menor concentración de la propiedad solo del primero (el coeficiente del segundo y tercer accionistas es positivo, pero no distinto a cero (0)).

El PIB per cápita parece incrementar la concentración, aunque no tiene efecto estadístico en las acciones del primer accionista. Por otra parte, un mercado más profundo disminuye la concentración total.

La Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones produce un aumento de la concentración respecto del primer accionista, pero reduce la participación del segundo y tercero, tornando la participación accionaria de las sociedades aun más concentrada después de su aplicación. El período de transición parece inducir una más baja concentración de la propiedad, a pesar de que el coeficiente no es estadísticamente significativo respecto del tercer accionista.

VII

Conclusiones

La política de pago de dividendos reduce la concentración de propiedad, lo que podría constituir evidencia en favor del complementario papel que desempeña la protección legal y la supervisión. Cabe señalar que la disminución de la participación del primer accionista compensa con creces el aumento de la participación del segundo accionista, lo que a su vez clarifica las respuestas contradictorias entre el accionista mayoritario y los siguientes accionistas.

La relación directa entre el capital y la concentración respecto del accionista mayoritario y el efecto negativo respecto del segundo y el tercer accionista implican

En el anexo incluido al final de este artículo, se verifica la robustez de los modelos estimados anteriormente.

Primero, se estimó un modelo estático para los primeros tres accionistas, sin incluir la variable dependiente rezagada, a fin de observar si el resto de las variables independientes aún resultan estadísticamente significativas para explicar la participación de los accionistas. Como puede observarse en el cuadro A1, ninguna de las variables independientes tiene un coeficiente que se convierta estadísticamente en igual a cero (0) en el modelo estático. Además, algunas de ellas, como la variable apalancamiento y la variable *dummy* Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, cobran importancia al tiempo que retienen el mismo signo que antes. Por otra parte, el PIB per cápita y las acciones de las AFP incrementan su efecto en la variable dependiente.

A continuación, sobre la base de la correlación relativamente alta que se observa en el cuadro A2 entre las acciones de los primeros tres accionistas, se emplea un método de variable instrumental a objeto de estimar los modelos de participación de los accionistas, incluidas las participaciones de los otros dos accionistas para cada ecuación. Los resultados del cuadro A3, obtenidos de la estimación de panel de mínimos cuadrados en dos etapas, son básicamente iguales con respecto a la participación de los tres accionistas. Además, en los casos del primer y segundo accionistas, los efectos de las otras dos participaciones no son estadísticamente distintos a cero (0). En el caso del tercer accionista, si bien los coeficientes son estadísticamente importantes, tienen signos opuestos con niveles similares.

una mayor concentración en compañías más grandes, con incrementos de capital que provienen más de los accionistas principales que de la inclusión de accionistas minoritarios.

El signo del PIB per cápita es positivo respecto de los primeros tres accionistas como grupo, así como del segundo y el tercero de manera individual, pero es estadísticamente igual a cero (0) respecto del accionista mayoritario, lo que significa que un mayor número de accionistas minoritarios participan en la bolsa de valores a medida que aumenta el ingreso medio en el país.

El signo positivo de la relación entre capitalización de mercado y PIB parece indicar que una bolsa de valores más profunda ayuda a reducir la concentración.

El papel que desempeñan los fondos de pensiones en la supervisión y el mejoramiento del gobierno corporativo es estadísticamente significativo para reducir la concentración de la propiedad. Esto tiene especial relevancia para los países de América Latina, dada la gran presencia de los fondos de pensiones en las bolsas de valores de la región.

Si bien la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones cumple su objetivo fundamental, el mecanismo de oferta pública de adquisición incrementa la concentración de la propiedad, sobre todo debido a la figura de la “oferta pública de adquisición residual” obligatoria que prevé la ley. Esta afirmación no deriva del análisis econométrico anterior, aunque —a juicio de los

autores— sí ofrece una explicación potencialmente efectiva del aumento observado en la concentración de accionistas chilenos desde la aplicación de la mencionada ley.

La evidencia empírica de las respuestas contradictorias estadísticamente significativas brindadas por el accionista mayoritario y los dos mayores accionistas siguientes debería servir de advertencia en el momento de efectuar comparaciones internacionales —sobre la base de una medida común de concentración de la propiedad—, cuando se realizan entre bolsas de valores con estructuras de propiedad completamente distintas. Este último punto advierte que las características específicas de las bolsas de valores de América Latina y de las estructuras de propiedad deben considerarse al formular y promover proyectos de ley de protección de los accionistas minoritarios, ya que de lo contrario los resultados finales podrían ir en sentido opuesto de las metas regulatorias iniciales.

ANEXO

CUADRO A1

Concentración de la propiedad, modelo estático*(Estimación de panel de efectos fijos)*

Variable dependiente	Variable dependiente: participación de los tres accionistas más importantes			
	Coficiente	Desviación estándar	Estadístico t	Probabilidad
Constante	-1,7509	0,4147	-4,2218	0,0000
Pago de dividendos (-1)	-0,0222	0,0080	-2,7676	0,0057
Log (capital)	0,0124	0,0076	1,6398	0,1014
Log (apalancamiento)	0,0071	0,0027	2,6648	0,0078
Log (PIB per cápita)	0,1513	0,0332	4,5522	0,0000
Capitalización de mercado/PIB	-0,0331	0,0135	-2,4509	0,0144
Participación de las administradoras de fondos de pensiones (AFP)	-0,9088	0,0711	-12,7735	0,0000
Variable <i>dummy</i> : Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones	0,0176	0,0091	1,9272	0,0542
<i>Dummy</i> transición 2001	-0,0505	0,0131	-3,8681	0,0001
R ² modificado	0,832033			
Número de observaciones	1 137			

Fuente: elaboración propia.

PIB: producto interno bruto.

CUADRO A2

Matriz de correlación para participación de accionistas

	Primera	Segunda	Tercera
Primera	1,0000		
Segunda	-0,2356 (0,00)	1,0000	
Tercera	-0,5347 (0,00)	0,3614 (0,00)	1,0000

Fuente: elaboración propia.

Nota: valor *p* entre paréntesis.

CUADRO A3

Concentración de la propiedad*(Estimación de variable instrumental: panel MCO2E)*

Variable independiente	Variable dependiente: participación de accionistas		
	Primera	Segunda	Tercera
Constante	0,1298 (0,65)	-0,5814 (0,00)	-0,2247 (0,02)
Pago de dividendos (-1)	-0,0222 (0,00)	0,0129 (0,00)	-0,0021 (0,23)
Log (capital)	0,0170 (0,00)	-0,0051 (0,10)	-0,0032 (0,06)
Log (apalancamiento)	0,0006 (0,73)	-0,0006 (0,60)	0,0009 (0,14)
Log (PIB per cápita)	-0,0199 (0,39)	0,0477 (0,00)	0,0215 (0,00)
Capitalización de mercado/PIB	-0,0342 (0,00)	-0,0080 (0,15)	-0,0014 (0,65)
Participación de administradoras de fondos de pensiones (AFP)	-0,2266 (0,00)	0,0251 (0,44)	-0,0188 (0,28)
Variable <i>dummy</i> : Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones	0,0188 (0,00)	-0,0083 (0,03)	-0,0032 (0,11)
<i>Dummy</i> transición 2001	-0,0429 (0,00)	-0,0153 (0,00)	-0,0038 (0,19)
Variable dependiente rezagada	0,7952 (0,00)	0,6998 (0,00)	0,6367 (0,00)
Participación del primer accionista		0,0101 (0,55)	-0,0356 (0,00)
Participación del segundo accionista	0,0789 (0,14)		0,0309 (0,08)
Participación del tercer accionista	-0,0781 (0,49)	0,0873 (0,21)	
R ² modificado	0,93682	0,847551	0,8271
Número de observaciones	1 137	1 137	1 137

Fuente: elaboración propia.

Notas:

MCO2E: mínimos cuadrados ordinarios en dos etapas.

Valor *p* entre paréntesis.

PIB: producto interno bruto.

Bibliografía

- Aggarwal, R. y otros (2009), "Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors", *Working Paper Series*, N° 2009-8, Ohio, Ohio State University, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics.
- Agosin, M. y E. Pastén (2003), "Corporate governance in Chile", *Documentos de Trabajo*, N° 209, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.
- Arellano, M. (2003), *Panel Data Econometrics*, Oxford, Oxford University Press.
- Arellano, M. y S. Bond (1991), "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *Review of Economic Studies*, vol. 58, N° 2, Wiley Blackwell.
- Baltagi, B. (2001), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Ltd.
- Burkart, M. y F. Panunzi (2006), "Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 15, N° 1, Amsterdam, Elsevier.
- Claessens, S., S. Djankov y L.H.P. Lang (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, N° 1-2, Amsterdam, Elsevier.
- Davis, E. (2002), "Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector", *Economic Systems*, vol. 26, N° 3, Amsterdam, Elsevier.
- Demsetz, H. y K. Lehn (1985), "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, N° 6, Chicago, University of Chicago Press.
- Faccio, M. y L.H.P. Lang (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, N° 3, Amsterdam, Elsevier.
- Faccio, M., L.H.P. Lang y L. Young (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, vol. 91, N° 1, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- Foley, F. y R. Greenwood (2010), "The evolution of corporate ownership after IPO: the impact of investor protection", *Review of Financial Studies*, vol. 23, N° 3, Oxford, Oxford University Press.
- Gillan, S. y L.T. Starks (2003), "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective", *Journal of Applied Finance*, vol. 13, N° 2.
- Iglesias-Palau, A. (2000), "Pension reform and corporate governance: impact in Chile", *Abante*, vol. 3, N° 1, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Khanna, T. y Y. Yafeh (2007), "Business groups in emerging markets: paragons or parasites?", *Journal of Economic Literature*, vol. 45, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- Kim, K.A., J.R. Nofsinger y P. Kitsabunnarat-Chatjuthamard (2008), "Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: evidence from Europe", *Buffalo Legal Studies Research Paper*, N° 2008-23 [en línea] <http://ssrn.com/abstract=1254655> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1254655>.
- La Porta, R. y otros (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, N° 6, Chicago, University of Chicago Press.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes y A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, vol. 54, N° 2, American Finance Association.
- Lazen, V. y A.C. Sepúlveda (2004), "Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de OPAS", *Documento de Trabajo*, N° 4, Santiago de Chile, Superintendencia de Valores y Seguros.
- Lefort, F. (2007), "La contribución de las administradoras de fondos de pensiones al gobierno societario de las empresas chilenas", Santiago de Chile, inédito.
- Lefort, F. y E. Walker (2007), "Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile", *The Developing Economies*, vol. 45, N° 3, Wiley.
- _____ (2000), "Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: facts and hypotheses of governance", *Abante*, vol. 3, N° 1, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Lefort, F. y F. Urzúa (2008), "Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile", *Journal of Business Research*, vol. 61, N° 6, Amsterdam, Elsevier.
- Musacchio, A. (2007), "Stock market development, ownership concentration, and investor protections in Brazil, 1890-1950", Harvard Business School, inédito.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2010), "Characteristics of institutional investors in Latin American Markets", *White Paper on Strengthening the Role of Institutional Investors in Latin American Corporate Governance*, borrador final [en línea] <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/46200302.pdf>
- _____ (2007), "Institutional investors and corporate governance in Latin America: challenges, promising practices and recommendations", París.
- _____ (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, París, abril [en línea] <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.
- Rojo, A. y Garrido, J.M. (2002), "Institutional investors and corporate governance: solution or problem?", *Company Law and Financial Markets*, K.J. Hopt y E. Wymeersch (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Starks, L.T. (2000), "Corporate governance and institutional investors: implications for Latin America", *Abante*, vol. 2, N° 2, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Weiss, C. y A. Richter (2010), "Determinants of ownership concentration: the importance of firm-, industry- and country-level factors", *European Business School Research Paper*, N° 10-05, Wiesbaden, EBS Business School.