



Universidad Austral de Chile

Escuela de Ingeniería Comercial

Seminario de Grado

Estructura óptima de propiedad para las empresas sociedades
anónimas abiertas chilenas

Tesina presentada como requisito para optar
al Grado de Licenciado en Administración.

Profesores Responsables: Ester Fecci P
Horacio Sanhueza B
Osvaldo Rojas Q

Profesor Patrocinante: Fredy Riadi Amar

Hugo Mauricio Acuña Oyarzún
Valdivia Chile 2002

ÍNDICE DE MATERIAS

Página

	RESUMEN	
1.	INTRODUCCIÓN	1
2.	MARCO DE REFERENCIA DEL ESTUDIO	4
2.1	Antecedentes Generales de la Investigación	4
2.2	Estructura de la Propiedad Accionaria	6
2.2.1	Tamaño de la Propiedad Accionaria	6
2.2.2	Historia de la Propiedad Accionaria	6
2.3	Determinantes de la Concentración de la Propiedad	7
2.3.1	Maximización del Valor Económico	7
2.3.2	Control Potencial	8
2.3.3	Regulación Sistemática	8
2.3.4	Grupos Económicos	8
2.4	Concentración de la propiedad en distintos países	9
2.5	Teoría de Agencia	10
3.	MATERIAL Y METODOLOGÍA DE ANÁLISIS	11
3.1	Materiales	11
3.1.1	Fuente de Procedencia u Obtención de los Datos	11
3.1.1.1	Fuente Secundaria	11
3.2	Diseño Metodológico	12
3.2.1	Tipo de Investigación	12
3.2.2	Población y Muestra	12
3.2.2.1	Técnicas de Muestreo	12
3.2.3	Variables Claves	13
3.2.3.1	Concentración de la Propiedad	13
3.2.3.2	Relación Bolsa Libro	13
3.2.4	Métodos Obtención de Datos.	14
3.2.5	Tratamiento Estadístico de la Investigación	15
3.2.5.1	Análisis Descriptivo	15

3.2.5.2	Análisis de Regresión Lineal	15
3.2.5.3	Supuestos para el Análisis de Regresión Lineal	16
4.	PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS	17
4.1.	Creación de la Base de Datos	17
4.1.1	Concentración de la Propiedad	17
4.1.1.1	Ejemplo de la Obtención de la Concentración de la Propiedad	18
4.1.1.2	Observaciones	18
4.1.2	Ratio Relación Bolsa Libro	19
4.1.2.1	Cálculo de los Datos	19
4.1.2.2	Observaciones	19
4.1.3	Análisis de la Base de Datos Obtenida	20
4.2	Análisis de Correlación	26
4.3	Análisis de Regresión	27
4.3.1	Estimación del Modelo de Regresión	27
4.4	Discusión de los Resultados	31
4.4.1	El Valor Económico y la Concentración de la Propiedad Accionaria	31
4.4.2	Teoría de Agencia en Chile	31
4.4.3	Estructura Óptima de Propiedad	32
5.	CONCLUSIONES	34
6.	BIBLIOGRAFÍA	36
7.	ANEXOS	38

RESUMEN

En este estudio se investigó si existe una concentración óptima de la propiedad que maximice el valor económico de la empresa sociedad anónima abierta chilena. El análisis se realizó mediante la estimación de la concentración de la propiedad y el ratio de mercado relación bolsa libro de estas empresas. Una vez obtenidos estos datos se organizaron en una base de datos, donde posteriormente los datos fueron reagrupados y convertidos en una segunda base de datos para poder realizar este estudio.

Una vez finalizada la base de datos se comprobó la existencia de correlación entre estas variables con lo cual se pudo comprobar la validez de la teoría de agencia en nuestro país, es decir, mientras la estructura de la propiedad accionaria en las empresas en estudio esté más concentrada, ésta tiene un mayor valor de mercado.

Fue una investigación cuantitativa del tipo descriptivo y correlacional, el método utilizado fue del tipo no probabilístico, y el tipo de investigación fue del tipo no experimental. Para el análisis de los datos en estudio se utilizó un análisis de correlación, para después realizar un análisis de regresión lineal. Mediante lo anterior se pudo determinar la existencia de una estructura óptima de capital que maximice el valor económico de las empresas sociedades anónimas chilenas.

1. INTRODUCCION

La teoría de agencia dice que al existir una mayor concentración de la propiedad accionaria en una empresa se producirían menores costos de vigilancia, es decir, podría existir un mayor control potencial por parte de los propietarios de la empresa hacia ésta. Esto se transformaría en un mejor desempeño económico que se vería reflejado en la valoración que tengan estas empresas en el mercado, por lo tanto, se estimaría que los ratios de mercado de este tipo de empresas son mayores que los ratios de mercado de empresas en la cual la propiedad accionaria se encuentra dispersa.

Se estima que ha existido en nuestro país una tendencia a la concentración de la propiedad accionaria en el último tiempo, es decir, que la estructura de la propiedad accionaria de estas empresas tengan solo a unos pocos accionistas como dueños de casi la totalidad de sus acciones comunes, este hecho se explica por el surgimiento de grupos económicos, los cuales han tomado la propiedad de gran partes de las grandes empresas chilenas.

Por lo tanto, evaluando el nivel de concentración de la propiedad tanto como el valor económico de las sociedades anónimas abiertas chilenas, surge la posibilidad de investigar la siguiente inquietud para nuestra realidad:

*¿Existe un tamaño óptimo de la concentración de la propiedad
que maximice el valor económico
de la empresa sociedad anónima abierta chilena?*

En la actualidad se disponen de una serie de documentos, ensayos e investigaciones acerca de la concentración de la propiedad accionaria de la empresa en la economía mundial. Unos de los principales investigadores de este tema es Harold Demsetz, académico de la Universidad de California L.A. y Kenneth Lehn Académico de la Universidad de Washington (1985), los cuales cuentan con innumerables investigaciones acerca del tema. Aparte de estos, también existen estudios de universidades chilenas, como la Pontificia Universidad Católica de Chile y la Universidad de Chile.

En este estudio se aborda la concentración de la propiedad accionaria de las sociedades anónimas abiertas en Chile, además de como esta concentración influye en el

desempeño económico de las empresas en cuestión. Otro aspecto presentado en esta investigación, tiene relación con la propiedad accionaria de las empresas, en términos de como influye el tamaño y la historia de ésta. Además este estudio se refiere a los determinantes de la estructura de propiedad accionaria, como lo es la maximización del valor económico, el control potencial, regulación sistemática y los grupos económicos. Para finalizar explicando el significado de la teoría de agencia.

El análisis del tema se realizó a través a dos variables, la primera es el valor económico de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas, el que se analizó mediante un ratio del valor de mercado llamado relación bolsa libro, estos datos se obtuvieron de las bases de datos que provienen de Bolsa de Comercio de Santiago S.A., es decir la FECUS PLUS y la página de internet de esta sociedad anónima que es <http://www.bolsantiago.cl>, además de las memorias anuales que entregan las empresas sociedad anónimas abiertas chilenas. La segunda variable es la concentración de propiedad de capital las sociedades anónimas abiertas chilenas, la que se analizó mediante el porcentaje de participación acumulado que tienen los diez mayores accionistas del total de las acciones de la empresa, los datos obtuvieron de la misma fuente de la primera variable.

Con los resultados de las variables en estudio obtenidos anteriormente, se creó una base de datos, con la que se analizó si existe o no correlación entre éstas, para después con estos mismos datos, a través de un análisis de regresión, se buscó si existe o no un punto donde se maximice el valor económico de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas a un nivel dado de concentración de la propiedad accionaria de éstas.

En la economía actual, es importante, tanto como para los directores de empresas como para los accionistas, conocer la relación existente entre el grado de concentración de la empresa sociedad anónima chilena y sus resultados financieros con relación a sus resultados en el ámbito financiero local, debido a que con esta información se pueden tomar decisiones en todo ámbito de la empresa.

La significancia de la concentración de la propiedad accionaria en relación con su valor económico tiene un gran atractivo para las sociedades anónimas ya que permite a los gerentes, directores y propietarios de estas observar como está la situación de su negocio en comparación a otros del mercado, además este estudio permite a los inversionistas analizar cuales son las empresas que tienen un mayor valor económico en relación con su

concentración de propiedad accionaria y con esto tienen información para la toma de decisiones, por último, es importante este estudio ya que permite a los especialistas financieros realizar estudios acerca del comportamiento de determinadas empresas, industrias, o la situación económica en general.

La viabilidad de esta investigación se basará en información disponible en estudios anteriores, sobre la formación y estructura de las sociedades anónimas abiertas chilenas, y sus respectivas estructuras financieras en estados de resultados que tiene la Bolsa de Comercio de Santiago S.A. principalmente.

El objetivo general de este estudio será establecer una estructura óptima de propiedad accionaria, que maximice el valor económico, para las empresas sociedad anónima abierta chilenas.

Este estudio tendrá dos objetivos específicos, el primero será determinar si se cumple la teoría de agencia en el contexto estudiado, en donde el tamaño de la concentración de la propiedad accionaria influye como elemento de eficiencia. El segundo objetivo específico será establecer si el valor económico de las empresas tiene relación con la concentración de la propiedad accionaria de las empresas sociedad anónima abierta chilenas.

La hipótesis de investigación de este estudio fue si existe un tamaño óptimo de la concentración de la propiedad accionaria que maximice el valor económico de la empresa sociedad anónima chilena. Se usó la palabra maximizar, debido a que los recursos financieros se maximizan, es decir, se trata de obtener lo máximo de ellos, en cambio, los recursos productivos de una empresa se optimizan, es decir, se trata de obtener un rendimiento en función a su capacidad productiva.

2. MARCO DE REFERENCIA DEL ESTUDIO

2.1 Antecedentes Generales de la Investigación

La concentración económica es uno de los aspectos negativos de nuestro sistema, lo cual conduce a una concentración de la riqueza y a un accionar oligopólico colaborando con la regresividad del ingreso, entre otros (Grossman y Hart, 1980).

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

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

El estudio de la concentración de propiedad accionaria también permite analizar la relevancia de una hipótesis ampliamente difundida en los países menos desarrollados. Esta hipótesis sostiene que los grupos económicos observarían un comportamiento contrario al interés de los pequeños accionistas, porque no buscarían la maximización de las utilidades de todas sus empresas que controlan, sino la maximización de las utilidades en conjunto (Fuentes 1997). Obviamente la consecuencia lógica de esto es que se provocaría un inconveniente para los agentes independientes de comprar acciones de empresas controladas por grupos, pero también sería inconveniente para los dueños de las firmas receptoras compartir los beneficios de las transferencias por la vía de una alta difusión de la propiedad.

En Chile ha existido una fuerte concentración de la propiedad accionaria, en casi la totalidad de los sectores de la actividad económica nacional. Este proceso de concentración, es llevado a cabo por un reducido número de propietarios, que están organizados en estructuras denominadas grupos económicos (Muñoz y Soliz 1982).

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

“La concentración de la propiedad, tiene efectos significativos, en el desempeño económico y financiero de la empresa. Primero, existe una gran relación entre la concentración de la propiedad y la productividad de la empresa. Segundo, el efecto de la concentración de la propiedad es más fuerte, en empresas dominadas por accionistas grupos económicos que empresa en las cuales los principales accionistas son personas naturales. Por lo tanto, los pequeños accionistas no tienen un buen desempeño en la gestión de la empresa, probablemente debido al problema de los free-rider” (Grossman y Hart, 1980).

El comportamiento de las empresas responderá a la función objetivo de sus administradores, y obviamente estará supeditado a las restricciones que enfrente. Una situación de agencia puede caracterizarse por la divergencia entre los dueños y los administradores, y por los costos asociados a la vigilancia de los administradores (Montero 1997).

Los beneficios que los propietarios obtengan por vigilar directamente el comportamiento de los administradores, dependen de la difusión de la propiedad. Dado que el costo de vigilar a los administradores, a mayor difusión de la propiedad, menores serán los beneficios asociados a modificar el comportamiento del administrador.

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

Este “trade off” no sería necesario bajo el argumento de Jensen citado por Shleifer y Vishny, quienes plantean la posibilidad de reducir la concentración de la propiedad y los costos de agencia mediante el uso de la deuda, pues con ello el desempeño del administrador estaría fundamentalmente influenciado por la disponibilidad de los flujos libres futuros de caja. También la emisión de deuda y su canje por acciones puede

condicionar a los administradores a cumplir con las obligaciones contraídas, con la consecuente reducción de los flujos de caja libres, en una forma que el simple pago de dividendos no logra. Sin embargo, una vez que la deuda es usada óptimamente, dicho “trade off” reaparece. Bajo este argumento se esperaría una correlación positiva entre el monto del flujo de caja libre y la concentración de la propiedad.

2.2 Estructura de la Propiedad Accionaria

2.2.1 Tamaño de la Propiedad Accionaria

La experiencia internacional muestra que los precios de empresas pequeñas tienden a ser más fluctuantes que los precios de empresas grandes. Las razones que podrían explicar este comportamiento de los precios serían, por un lado, el menor volumen de información con que cuenta el mercado, en promedio, para este tipo de empresas, y por otro, la mayor vulnerabilidad de las empresas pequeñas ante eventos o situaciones adversas. Pero también se estima que al disminuir el tamaño de las empresas estas tendrían una mayor rentabilidad (Fuentes 1997).

2.2.2 Historia de la propiedad accionaria

La evidencia empírica muestra que los inversionistas se desprenden más fácilmente de las acciones de empresas que les son menos conocidas, o de las cuales disponen de menos información. De esta manera, las empresas más nuevas y aquellas que se han abierto recientemente al mercado bursátil tenderán a presentar una mayor volatilidad en las cotizaciones de sus títulos accionarios, en comparación con aquellas empresas que cuentan con más años de historia (Montero 1997).

Hay ciertos aspectos de la composición de la propiedad accionaria de una empresa que pueden influir en la estabilidad de sus cotizaciones en el mercado. En particular, la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad de la empresa, la transacción de

los títulos accionarios en bolsas internacionales (ADR) y el grado de dispersión o concentración de la propiedad accionaria de la empresa, son todos factores que contribuyen a una mayor estabilidad de los precios de las acciones de dicha empresa en el mercado.

2.3 Determinantes de la Concentración de la Propiedad Accionaria

Cuando la mayor parte de las acciones en circulación de una empresa que están en manos de unos pocos accionistas, se dice que existe concentración de la propiedad, esto es, que gran parte del valor del patrimonio de las empresas tiene pocos dueños. Los accionistas directos corresponden a los 10 accionistas mayoritarios relacionados por el emisor.

Entre las principales variables que determinan la concentración de la propiedad de las firmas se encuentran las siguientes:

2.3.1 Maximización del Valor Económico

El tamaño de las empresas varía fuertemente a través de las diversas industrias. Las empresas más grandes son aquellas que tienen una gran cantidad de recursos de capital y un gran valor de mercado por una fracción de su propiedad. Este gran valor de una fracción de su propiedad podría por sí misma, reducir el grado de la concentración de la propiedad. Más aún, para obtener un grado de control generalmente se requiere una pequeña parte en acciones de una empresa grande. Mientras mayor sea el tamaño óptimo de la empresa, mayores serán los recursos de capital necesarios para adquirir una fracción de su propiedad y mayor será el valor de mercado de esta fracción.

El mayor precio de una fracción de la propiedad de la firma puede reducir el grado de concentración de la propiedad, es decir, dado un nivel de control, se requerirá una menor fracción de propiedad de la firma mientras más grande sea esta (Demsetz y Lehn 1985).

2.3.2 Control Potencial

Trata de realizar un monitoreo más eficiente a través de métodos distintos a la vigilancia directa.

2.3.3 Regulación Sistemática

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

2.3.4 Grupos Económicos

Los grupos económicos son organizaciones que operan a través de varias firmas y en distintas actividades.

2.4 Concentración de la Propiedad en Distintos Países

A través de los años, ha existido en el país una fuerte tendencia hacia la concentración de la propiedad. Este proceso de concentración de capitales se expresa mediante los llamados grupos económicos, los cuales se han mantenido una posición significativa en la economía nacional.

Diferentes han sido las razones que facilitaron una alta concentración de capital (Montero 1997), en primer lugar se puede mencionar las condiciones institucionales de funcionamiento del mercado en una economía protegida, las que permitieron a los industriales la expansión de su capital con escasa competencia, haciendo bastante común en los monopolios y oligopolios. Por otra parte la política de precios fijos, subsidios, aranceles diferenciados, etc. permitió que se institucionalizaran los comportamientos y estrategias empresariales menos competitivos

Generalmente la concentración de capital está asociada al concepto de poder de mercado. La concentración de capital se relaciona con un efecto negativo sobre el bienestar social, en el sentido de que en aquellas industrias en donde existe concentración de propiedad se crean barreras a la entrada de nuevos competidores, obteniendo así mayores utilidades.

A partir de la década del 50 del pasado siglo, se comienza a evidenciar la concentración de la propiedad en Chile, la cual se basaba en un racionalismo familiar, abarcando así un número importante de acciones de diferentes empresas y bancos y participaban en los primeros directorios.

En la actualidad la concentración de la propiedad en Chile es alta, en comparación a los del mundo desarrollado. En nuestro país el control promedio de los grandes accionistas sobre la empresa es del 40% del total de las acciones, en cambio en otros países desarrollados como Alemania es de un 22%, en Japón es de un 7% y en Estados Unidos es de un 5%.

Tabla N°1: “Porcentaje de propiedad que tienen los grandes accionistas en diferentes países”

	PORCENTAJE DE PROPIEDAD	NUMERO DE ACCIONISTAS
Chile	40	10
Japón	7	13
Alemania	22	9
Estados Unidos	5	9

Fuente: Revista Abante, Abril 1998. Vol. 1, página 111. Autores: N. Majluf, N. Abarca D. Rodríguez, L. Fuentes.

2.3.3 Teoría de Agencia

Esta teoría predice que a mayor concentración la empresa tiene un mayor valor económico de mercado, este valor se mide en este estudio por el ratio relación bolsa libro. Una de las explicaciones que la teoría económica da para validar esta teoría es que al existir una mayor concentración de la propiedad en una empresa, se crean menores costos de vigilancia en esta, además que al existir una propiedad mas concentrada se produce un mayor control de la empresa y por estas razones se preveé un mejor desempeño económico (Demsetz y Lehn 1985).

3. MATERIAL Y METODOLOGIA DE ANALISIS

3.1 Materiales

Los datos del estudio corresponden a la estructura de propiedad de las sociedades anónimas abiertas chilenas expresadas en porcentaje, como también corresponden al ratio de mercado relación bolsa libro de estas empresas expresado en unidades.

3.1.1 Fuente de Procedencia u Obtención de los Datos

Tanto para la obtención de la concentración de la propiedad como para la obtención del ratio valor libro mercado de las sociedades anónimas abiertas chilenas se utilizó la siguiente fuente.

3.1.1.1 Fuente Secundaria

La información se obtuvo mediante la base de datos adquiridas de la Superintendencia de Valores y Seguros FECUS PLUS, <http://www.bolsadesantiago.cl>, como también de las memorias anuales del año 2001 de las empresas en cuestión, lo cual entregó los datos necesarios acerca de la concentración de capital y los elementos financieros necesarios para obtener el ratio de mercado valor bolsa libro.

3.2 Diseño Metodológico

3.2.1 Tipo de Investigación

Fue una investigación cuantitativa del tipo descriptivo y correlacional porque evaluó el grado de relación existente entre la concentración de la propiedad con ratios de mercado de las sociedades anónimas abiertas chilenas.

La utilidad y el propósito principal de este estudio fue saber como se puede comportar la concentración de la propiedad en relación con otras variables relacionadas. Es decir, intentar predecir el valor aproximado que tendrán los ratios de mercado en la concentración de propiedad.

La investigación correlacional tiene en alguna medida un valor explicatorio aunque parcial. Al saber que dos conceptos o variables están relacionados se aporta cierta información explicativa.

3.2.2 Población y Muestra

Se tomó como población a todas las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas. La muestra estuvo compuesta por todas las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas que tengan cotización bursátil desde 1 junio hasta el 28 de diciembre de 2001.

3.2.2.1 Técnicas de Muestreo

La técnica utilizada fue del tipo no probabilística debido a que se acude a métodos no probabilísticos, aun siendo conscientes de que no sirven para realizar generalizaciones. En general, se seleccionaron a los sujetos siguiendo determinados criterios procurando que la muestra sea representativa.

Además, fue del tipo muestreo intencional, ya que este muestreo permite seleccionar explícitamente cierto tipo de elementos o casos que el investigador considera más representativos, típicos o con posibilidades de ofrecer mayor cantidad de información. Los casos se seleccionan a partir de una población dada hasta llegar a la cantidad estimada como necesaria

3.2.3 Variables Claves

3.2.3.1 Concentración de la Propiedad

Corresponde al grado de importancia de los principales accionistas en las empresas, con relación al total de las acciones de ésta. Cuando se habla de propiedad concentrada se refiere a una alta proporción de la propiedad en manos de los principales accionistas, los que controlan la empresa. En el caso contrario, se habla de una propiedad dispersa o atomizada.

Esta concentración fue medida en base a el porcentaje acumulado de la propiedad que tienen los diez mayores accionistas dentro del total de las acciones comunes de la sociedad anónima abierta en cuestión. Esto se refiere a la suma de los porcentajes de tenencias de acciones por parte de los accionistas con relación con el total de las acciones de una empresa.

3.2.3.2 Relación Bolsa Libro

La relación del valor de mercado con el valor en libros se define como la que sigue:

$$\text{Relación Bolsa Libro} = \frac{\text{Precio de mercado por acción}}{\text{Valor en libros por acción}}$$

Por lo general, mientras mayor sea la tasa de rendimiento que se obtiene sobre las acciones comunes de la empresa, que requieren los inversionistas (el costo de las acciones comunes), más elevada será la relación de precio-valor en libros (Weimer 1998).

El valor en libros por acción común se obtiene al dividir la participación total de los accionistas comunes entre la cantidad de acciones no liquidadas.

El precio de mercado por acción se obtuvo de la base de datos de la página web de la Bolsa de Comercio de Santiago S.A. <http://www.bolsadesantiago.cl>, y para la obtención del valor libro por acción se utilizó la siguiente fórmula extraída de Weimer 1998:

$$\text{Valor libro por acción} = \frac{\text{Patrimonio total}}{\text{Total acciones en circulación}}$$

Los datos tanto para el patrimonio total como para el total de acciones en circulación de cada empresa sociedad anónima abierta chilena, se obtuvieron mediante la base de datos de la Bolsa de Comercio de Santiago S.A., la FECUS PLUS.

3.2.4 Métodos Obtención de Datos

Esta investigación fue del tipo no experimental ya que se realizó sin manipular deliberadamente las variables. Es decir, fue una investigación donde no se hizo variar intencionalmente la variable independiente. Lo que se hizo fue analizar el promedio de los datos tal como se encuentran en los respectivos balances y estados financieros.

Además fue un diseño transeccional correlacional / causal ya que tiene como objetivo describir las relaciones entre dos o más variables en un momento determinado. Además se trata de descripciones, pero no de variables individuales sino de relaciones, sean éstas puramente correlacionales o relaciones causales. En estos diseños lo que se mide es la relación entre variables en un tiempo determinado.

Por lo tanto, los diseños correlacionales /causales pueden limitarse a establecer relaciones entre variables sin precisar sentido de causalidad o pueden pretender analizar relaciones de causalidad.

3.2.5 Tratamiento Estadístico de la Investigación

3.2.5.1 Análisis Descriptivo

Se construyeron tablas de frecuencias, gráficos y se calcularon “medidas descriptivas”, con el fin de visualizar el comportamiento que tienen las variables del estudio con el propósito determinar en qué nivel de concentración de la propiedad existe un mayor valor de mercado para las sociedades anónimas abiertas chilenas.

3.2.5.2 Análisis de Regresión Lineal

Este análisis sirve para apreciar el efecto de una variable independiente (concentración de la propiedad de estas empresas) sobre una variable dependiente (relación bolsa libro y ratio precio). Es decir, la regresión sirve para predecir el valor de una variable dependiente conociendo el valor y la influencia de la variable independiente incluida en el análisis.

La información básica que proporciona la regresión es el coeficiente de correlación múltiple (r), que señala la correlación entre la variable dependiente y la variable independiente (Weimer 1998).

$$r = \frac{n * \sum xy - \sum x * \sum y}{(n * \sum x^2 - (\sum x)^2) * (n * \sum y^2 - (\sum y)^2)^{(1/2)}} = \frac{\text{Var. explicada}}{\text{Var. total}}$$

n = Número de Muestra.

x = Variable Independiente.

y = Variable Dependiente.

El coeficiente puede variar de 0 a 1.00 y entre mayor sea su valor significa que las variables independientes explican en mayor medida la variación de la variable dependiente o que son factores más efectivos para predecir el comportamiento de esta última. R^2 (El

coeficiente de correlación múltiple elevado al cuadrado) indica el porcentaje de variación en la dependiente debida a la independiente.

Otra información relevante producida por el análisis de regresión múltiple son los valores “Beta” (β) que indican el peso o influencia que tiene cada variable independiente sobre la dependiente más un término de error (ξ). También se proporcionan coeficientes de correlación entre la dependiente e independiente.

Para poder predecir la variable dependiente se aplica la ecuación de regresión obtenida de Weimer 1998.

$$\hat{Y} = \alpha + \beta x + \xi$$

$$\text{Término de constante } \alpha = \frac{\sum y - \beta * \sum x}{N}$$

$$\text{Coeficiente de regresión } \beta x = \frac{n * \sum xy - \sum x * \sum y}{n * \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

n = Número de Muestra.

x = Variable Independiente.

y = Variable Dependiente.

3.2.5.4 Supuestos para el Análisis de Regresión Lineal

Para cada valor de x , la variable aleatorias ξ se distribuyen normalmente, como también la media o valor esperado de ξ es 0. Además los valores del término de error ξ son independientes.

4. PRESENTACION Y DISCUSION DE RESULTADOS

Para poder realizar el estudio se debió obtener el ratio de mercado y la concentración de la propiedad de las sociedades anónimas abiertas chilenas. Con esta información se hizo una base de datos con lo cual se prosiguió a analizar las variables en estudio.

4.1. Creación de la Base de Datos

Mediante al cálculo de las variables que se explican a continuación se llegó a una base de datos la cual contiene 172 empresas del total de 223, que cotizaban a diciembre de 2001 en la Bolsa de Comercio de Santiago.

4.1.1 Concentración de la Propiedad

La concentración de la propiedad de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas se obtuvo mediante la suma del porcentaje de acciones comunes que tienen los diez principales accionistas dentro del total de acciones que existen en la empresa en los estados de resultados de diciembre de 2001.

Los datos obtenidos de la concentración de la propiedad de las diferentes sociedades anónimas abiertas seleccionadas se encuentran en el Anexo 1 de este estudio.

4.1.1.1 Ejemplo de la Obtención de la Concentración de la Propiedad

Tabla N°2: Concentración de la propiedad de los 10 mayores accionistas para la empresa “ENERSIS S.A.” a diciembre de 2001

Nombre nemotécnico	% part. accionistas	% part. acumulada
ELESUR S.A.	35,15	35,15
DEPÓSITO CENTRAL DE VALORES S.A.	29,37	64,52
COMPAÑÍA DE INVERSIONES CHISPA UNO S.A.	21,47	85,99
ENDESA INTERNACIONAL S.A.	8,38	94,37
THE EMERGING MARKETS CHILE FUND	0,24	94,61
INMOBILIARIA Y COMERCIAL RECOLETA SUR LT	0,16	94,77
BANCARD S.A.	0,15	94,92
EMPRESAS PENTA S.A.	0,15	95,07
COMERCIAL E INMOBILIARIA ACRÓPOLIS CIA.	0,13	95,20
LARRAÍN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	0,1	95,30

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos de la FECUS PLUS.

4.1.1.2 Observaciones

En el caso de las empresas que no tenían información de su estructura de propiedad de diciembre de 2001, ni en la base de datos de la Bolsa de Comercio de Santiago S.A., ni en su memoria anual correspondiente al año 2001, fueron eliminadas de la base de datos que se encuentra en el Anexo 1.

Otro problema frecuente en la recolección de datos se dio al haber empresas cuya concentración de propiedad era mayor que el 100%, este es el caso de BANMEDICA el

cual obtuvo un 108,09%, fueron rectificadas mediante la consulta en las memorias anuales de estas empresas. Para BANMEDICA la concentración de la propiedad llegó a un 82,87%.

4.1.2 Ratio Relación Bolsa Libro

Este ratio se obtuvo mediante el cálculo del precio de mercado por acción dividido por el valor libro por acción de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas.

Los datos obtenidos de los ratios relación bolsa libro de las diferentes sociedades anónimas seleccionadas se encuentran en el Anexo 1 de este estudio.

4.1.2.1 Cálculo de los Datos

Tanto el precio de mercado por acción como el valor libro por acción se obtuvieron de la base de datos de la Bolsa de Comercio de Santiago S.A.. Para el caso del precio de mercado por acción fueron seleccionadas aquellas empresas sociedades anónimas que hayan tenido al menos la transacción de una acción, en el transcurso de junio a diciembre de 2001.

4.1.2.2 Observaciones

Las empresas que no hayan transado a lo menos una acción en el periodo de tiempo anteriormente mencionado, no fueron utilizadas para realizar este análisis debido a las variaciones que pueden ocurrir en las fluctuaciones del precio de una acción más allá de un período de tiempo de 6 meses, lo que puede afectar profundamente al cálculo de la relación bolsa libro.

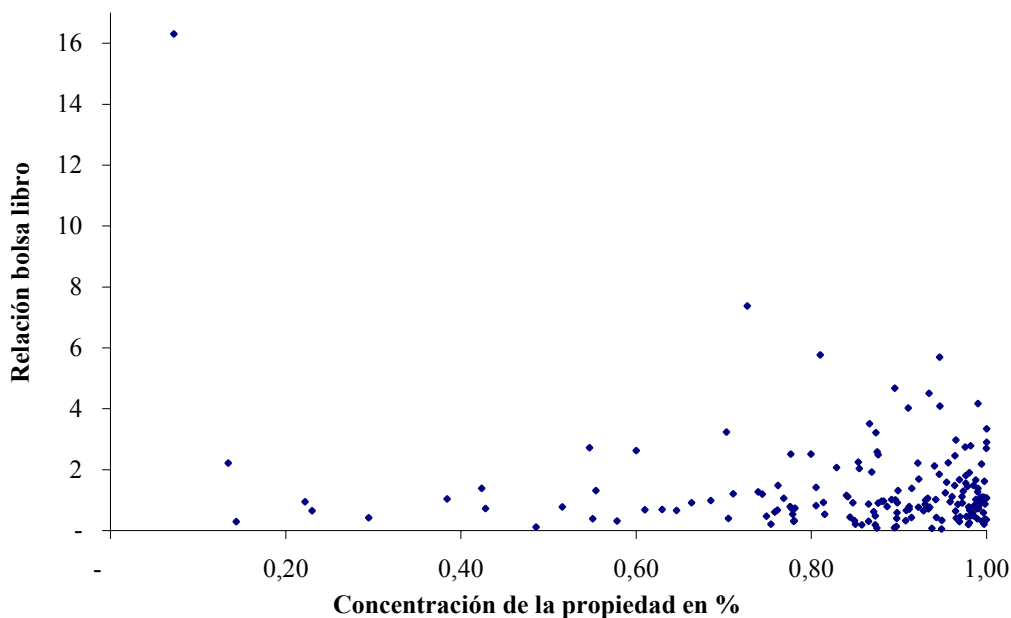
Las empresas que cotizan con más de una serie de acciones como es el caso de EMBOTELLADORA ANDINA S.A., dieron diferentes ratios de valor bolsa libro para la misma empresa, por lo tanto, la totalidad de los ratios que dieron las diferentes series de una empresa fueron sumados y tomados como uno solo con el nombre de la sociedad

anónima abierta correspondiente, debido a que se considera el total de las acciones de las sociedades anónimas abiertas chilenas en este estudio. Por lo tanto para la empresa EMBOTELLADORA ANDINA S.A., la cual tiene serie A y serie B, la suma de los dos porcentajes de sus ratios fue de 2,2169.

4.1.4 Análisis de la Base de Datos Obtenida

Para poder estudiar la base de datos obtenida se realizó un análisis descriptivo de ésta. En primera instancia se graficó la base de datos donde en el eje de las X se representó la concentración de la propiedad y en el eje de la Y se representó el ratio relación bolsa libro. Se tomó de esta manera debido a que se quiso observar, el ratio bolsa libro para cada nivel de concentración de la propiedad.

Gráfico N°1: “Concentración de propiedad/Relación bolsa libro”



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Anexo 1.

Para realizar la construcción del gráfico 1, se tomaron los valores de los ratios relación bolsa libro que aparecen en la base de datos de Anexo 1, siempre y cuando su valor se encuentre desde 17 hasta 0, debido a que se obtiene una mejor representación de los datos.

A simple vista del gráfico 1 se observa que existe una gran concentración de la propiedad de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas, como también una gran dispersión de los datos, lo cual se comprobó mediante el cálculo de las siguientes medidas aritméticas.

Para medir la tendencia central del total de los datos obtenidos de la concentración de la propiedad de las empresas en estudio, se utilizaron medidas aritméticas, la media aritmética y la desviación estándar. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Media aritmética} = \frac{\text{Suma del total de los \% de la concentración de la propiedad}}{\text{Número de observaciones}}$$

La media aritmética de la concentración de la propiedad de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas en estudio a diciembre de 2001 es de un 84,54%. Lo que indica

que del total de las 172 empresas el promedio aritmético es un valor que indica que la propiedad de estas empresas se encuentra en un alto grado de concentración de la propiedad.

La desviación estándar indica cuán dispersos están los datos, se denota con una “s” y se define como la raíz cuadrada del promedio de las desviaciones de los valores, se obtiene mediante la siguiente fórmula:

$$s = ((\sum x^2 - ((\sum x)^2) / n) / (n - 1))^{(1/2)}$$

Una vez aplicada la fórmula se obtiene que la desviación estándar es de 19,741%. Esto nos indica que existe una alta variabilidad en los datos, por lo que encuentran muy dispersos.

Una vez analizado el diagrama de dispersión, la media y la desviación estándar se llegó a la conclusión que los datos se encuentran altamente dispersos y que se localizan en gran cantidad donde la concentración de la propiedad es alta, luego, el análisis de las variables en estudio se podría ver afectado por la distribución de los datos. Por lo tanto se realizó una tabla de frecuencias para proceder a un mejor análisis de la concentración de la propiedad y el ratio de mercado relación bolsa libro.

Para realizar la tabla de frecuencias, se observó donde estaban distribuidos los datos de la concentración de la propiedad y se analizó su composición mediante la división en intervalos de 9,99% de concentración de la propiedad cada uno y después por cada intervalo se anotó el número de participación de los datos. Con esto se originó la siguiente tabla:

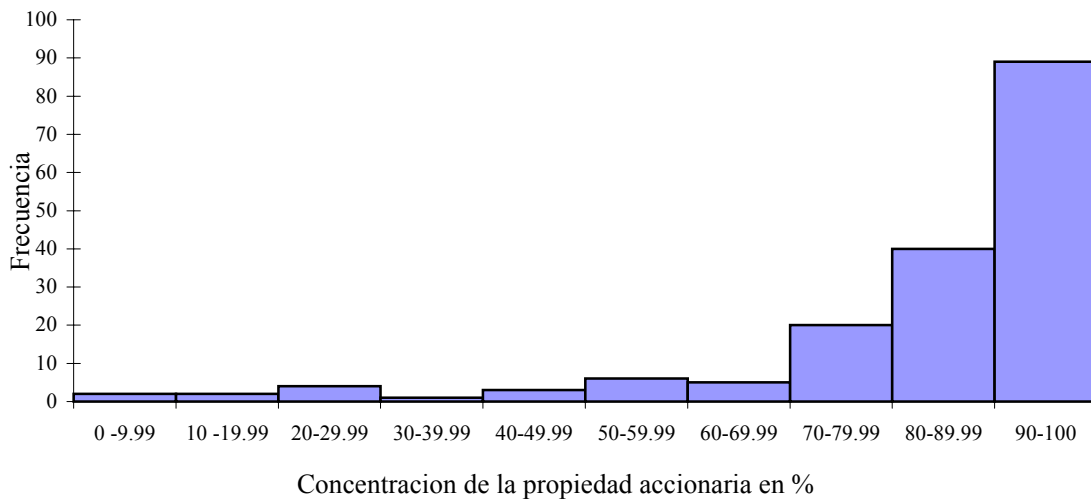
Tabla N°3: “Tabla de frecuencia de la concentración de la propiedad”

Intervalos de concentración de propiedad en %	Frecuencias	Participación
0-9,99	2	1
10-19,99	2	1
20-29,99	4	2
30-39,99	1	1
40-40,99	3	2
50-50,99	5	3
60-69,99	6	3
70-79,99	20	12
80-89,99	40	23
90-100	89	52
TOTAL	172	100

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos de Anexo 1.

Para un mejor análisis de esta nueva distribución de los datos se realizó el siguiente histograma mostrando los datos de la tabla N°3.

Gráfico N°2: “Histograma de la concentración de la propiedad accionaria según frecuencia”



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de tabla N°3.

Mediante esta tabla y el gráfico se observa que un 52%, lo que es equivalente a 89 de las 172 empresas sociedades anónimas abiertas en estudio, se encuentran dentro del rango de concentración 90,01%-100%. Un 23% lo que es equivalente a 40 empresas tienen un rango de concentración de un 80,01% a un 90% de concentración accionaria. Un 12%, es decir 20 empresas en estudio tienen una concentración de propiedad que se encuentra dentro del rango 70,01 a un 80%. Esto indica que un 87%, es decir 149 de las empresas en estudio tienen más de un 70 % de concentración de la propiedad, lo que indica que los 10 accionistas mayoritarios de estas empresas son los dueños de una gran parte de estas empresas, y la propiedad accionaria de estas empresas son poseídas solo por unos pocos.

El 13% restante de los datos se encuentra dentro del intervalo de 0-69,9%, esto indica que una pequeña cantidad de empresas tiene una baja concentración de la propiedad.

Se consideró conveniente en este análisis realizar una tabla de frecuencia, para ordenar los datos y así poder mostrarlos en un gráfico de dispersión y realizar el análisis posterior. Para la construcción de esta tabla, se tomaron las medias aritméticas tanto de la concentración de la propiedad como del ratio relación bolsa libro de las empresas por cada intervalo. El resultado de esta operación se muestra en la siguiente tabla.

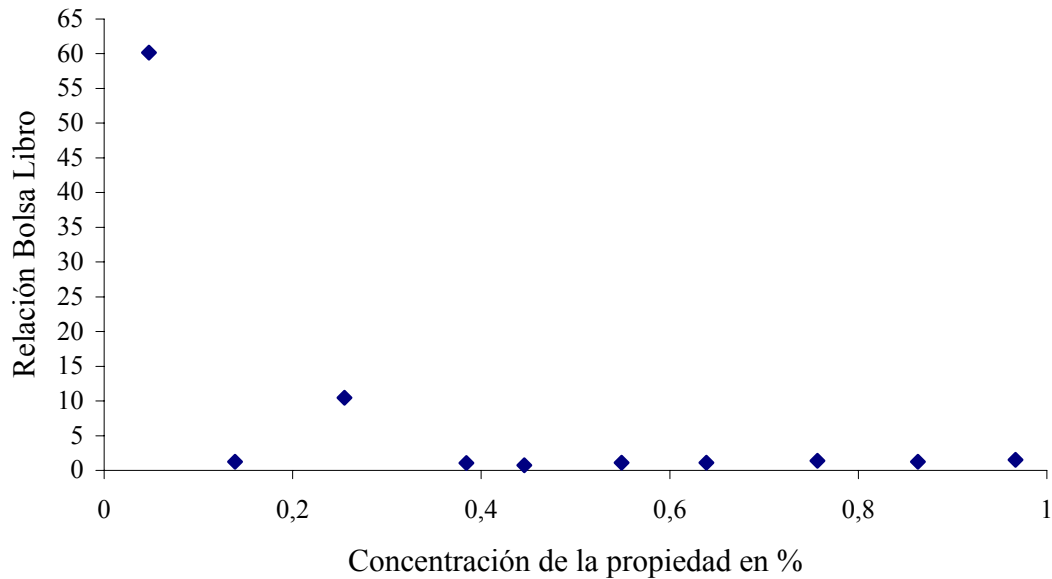
Tabla N°4: “Media aritmética de la concentración de la propiedad y media de relación bolsa libro según intervalos de concentración de propiedad”

Intervalos de concentración de propiedad en %	Media de la concentración de la propiedad dentro del intervalo.	Media de la relación bolsa libro dentro del intervalo.
0-9,99	0,0476	60,1650
10-10,99	0,1385	1,2570
20-20,99	0,2550	10,4700
30-39,99	0,3841	1,0391
40-40,99	0,4458	0,7401
50-50,99	0,5490	1,1036
60-69,99	0,6390	1,0968
70-79,99	0,7565	1,3803
80-89,99	0,8632	1,2446
90-100	0,9669	1,5099

Fuente: Elaboración propia a partir de base de datos de Anexo 1 y tabla N°3.

Además, se realizó un gráfico de dispersión para entender la nueva distribución de los datos y así poder plantear una ecuación de regresión.

Gráfico N°3: “Concentración de la propiedad según ratio bolsa libro”



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de tabla N°4.

Debido al comportamiento que muestran los datos asociados cuando la concentración de la propiedad está dentro de los intervalos de 0 al 34,99%, fueron excluidos del análisis posterior, ya que fueron considerados datos que podían influenciar de manera negativa el posterior análisis de correlación como de regresión.

4.2 Análisis de Correlación

Este análisis se realizó para medir la fuerza o grado de asociación lineal entre la concentración de la propiedad y su respectivo ratio valor de mercado relación bolsa libro de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas.

Se consideró, conveniente debido a la finalidad de este estudio, que la concentración de la propiedad fuese la variable independiente y el ratio de mercado relación bolsa libro la variable dependiente.

Una vez aplicada la fórmula presentada en el tratamiento estadístico de la investigación el coeficiente de correlación arrojó un valor de 0,85328¹. Este valor implica que existe una alta correlación lineal positiva la cual es muy significativa, además, por tratarse de variables económicas se estima que es una correlación muy fuerte entre éstas, por el grado de dificultad que los hechos económicos se vean reflejados en la vida real.

El porcentaje de correlación indica que existe una alta dependencia entre la concentración de la propiedad y el ratio de mercado relación bolsa libro de las empresas en estudio, por lo tanto se puede aplicar un análisis de regresión para seguir analizando el comportamiento de estas variables.

4.3 Análisis de Regresión

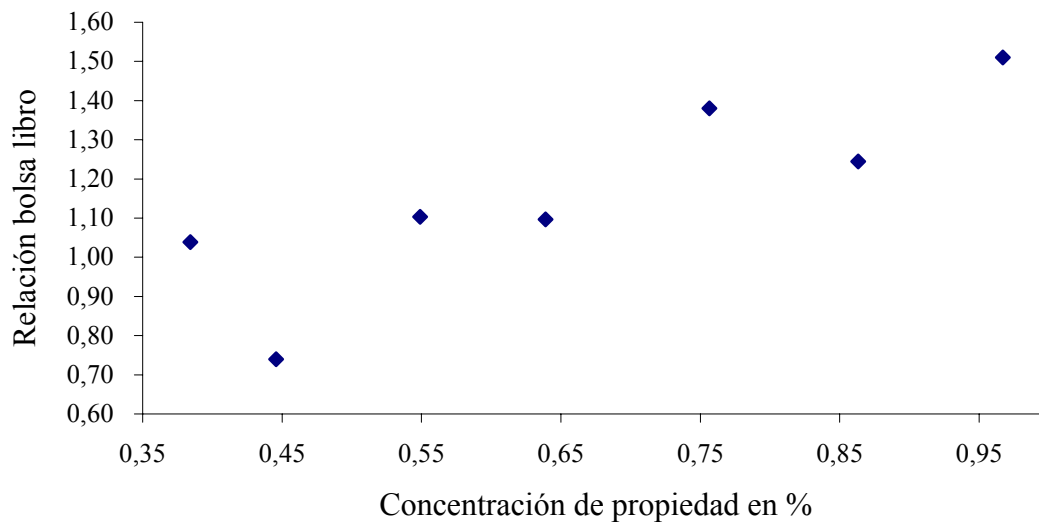
Se efectuó el análisis de regresión para ver si existe una tendencia entre la variable independiente concentración de la propiedad y la variable dependiente relación bolsa libro. Ya que con este análisis se predecirá el comportamiento de la relación bolsa libro al aumentar o disminuir la concentración de la propiedad y con esto validar o no, la teoría de agencia, además de ver si existe una estructura óptima de propiedad para las empresas sociedades abiertas de Chile.

4.3.1 Estimación del Modelo de Regresión

Para este estudio la variable respuesta es el ratio relación bolsa libro y la variable de predicción potencial es la concentración de la propiedad accionaria y con estos datos se deseó determinar una ecuación de regresión para las empresas en estudio. Dado que se propuso solo una variable de predicción, graficar los datos sirve en la selección del modelo de regresión.

¹ Los cálculos numéricos de la correlación se encuentran en Anexo 2.

Gráfico N°4: “Concentración de la propiedad mayor que 35% según ratio bolsa libro”



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de tabla N°4.

En la gráfica se observa una tendencia lineal en la representación de los datos. De acuerdo con lo anterior se supuso un modelo de la forma según Weimer 1998:

$$\hat{Y} = \alpha + \beta x + \xi$$

Conforme con las fórmulas que aparecen en el tratamiento estadístico de la investigación y tomando todos los datos correspondientes a los intervalos en estudio, se obtuvo la siguiente tabla, de la cual se desprende la ecuación estimada de regresión de las variables de esta investigación².

² Los cálculos numéricos del análisis de regresión se encuentran en Anexo 2

Tabla N°5: “Medidas de regresión”

	<i>Coefficientes</i>
Intercepción	0,50803205
Variable X 1	0,98993934
Error típico	0,14303748

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de Anexo N°2.

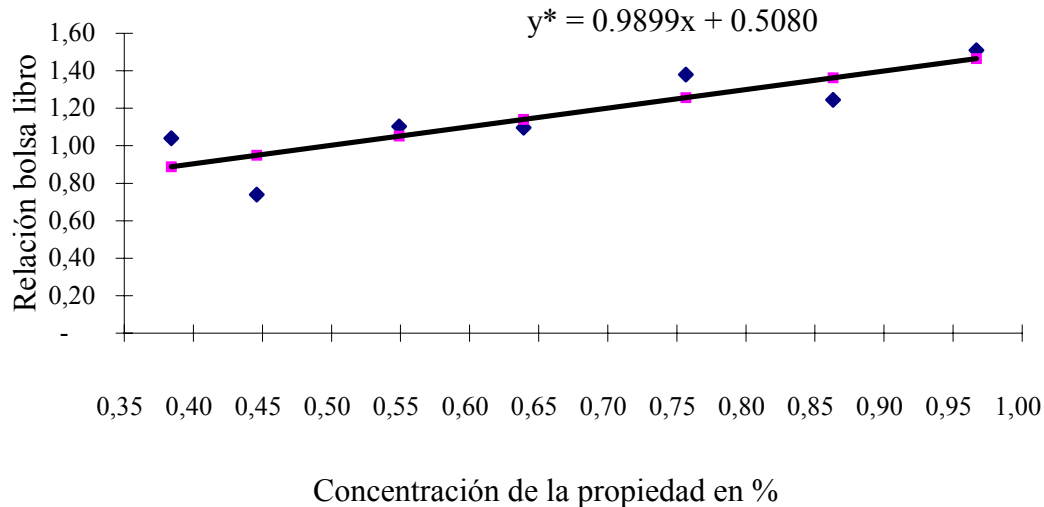
La ecuación de regresión estimada para las variables en estudio, es la siguiente:

$$\hat{Y} = 0,50803205 + 0,98993934x + 0,14303748$$

Al interpretar esta ecuación se tiene que los valores \hat{Y} son los estimadores para las medias de las distribuciones de probabilidad de que el ratio relación bolsa libro correspondientes a las calificaciones promedio de x...

Para obtener de forma más clara lo que esta regresión muestra, se procedió a graficar la función de regresión lineal estimada para estas variables, con los datos originales de donde proviene este modelo.

Gráfico N°5: “Regresión lineal de los datos en estudio”



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la tabla N°5.

El gráfico N°5 exhibe que a medida que la concentración de la propiedad aumenta se pronostica un aumento del ratio de mercado relación bolsa libro para estas empresas. Esto se debe a que la pendiente de la recta es positiva, es decir, βx es positivo. Esto significa que para las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas seleccionadas para el periodo de tiempo que se recopilaban los datos para este estudio se cumple la teoría de agencia, ya que esta señala, que a una mayor concentración de la propiedad accionaria se prevee un mayor valor de mercado para la empresa, el valor de mercado en este estudio fue señalado como la ratio relación bolsa libro. Con relación a la existencia de una estructura óptima de la propiedad, mediante este análisis de regresión lineal indica que con un mayor nivel de concentración de la propiedad se pronostica un mayor valor de mercado, por lo tanto una maximización de su valor económico para este estudio.

4.4 Discusión de los Resultados

4.4.1 El Valor Económico y la Concentración de la Propiedad Accionaria

Mediante al análisis de regresión anteriormente efectuado se manifestó que existe un grado de asociación lineal entre la concentración de la propiedad accionaria y su respectivo ratio valor económico de mercado relación bolsa libro de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas en este estudio.

Por lo tanto, para esta investigación, existe una fuerte relación en la concentración de la propiedad de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas con su desempeño económico, el que se mide por el ratio de mercado relación bolsa libro, ambas variables obtenidas en el mismo periodo de tiempo. Debido a esto se pudo realizar el análisis de regresión lineal para las variables en estudio.

4.4.2 Teoría de Agencia en Chile

Mediante el estudio realizado se pudo comprobar a través del análisis de regresión que la relación entre ambas variables tiene una pendiente positiva, lo cual se evidencia por cada incremento que tenga la concentración de la propiedad accionaria de las empresas existirá un efecto positivo en su ratio de valor de mercado relación bolsa libro, para las empresas que tengan una concentración de la propiedad mayor que un 30%. Debido lo anterior se presentan bases para poder argumentar que la teoría de agencia se da en Chile, para las sociedades anónimas abiertas chilenas de esta investigación.

Este análisis está sujeto a una serie de restricciones, debido a que se toman las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas abiertas que tuvieron una cotización bursátil entre junio a diciembre de 2001. Además, no se toma la totalidad de los valores que arrojó la base de datos, sino que se agruparon los datos en intervalos, donde se obtiene la media aritmética de la concentración de la propiedad y relación bolsa libro por divididos por la frecuencia que le corresponde en cada intervalo, utilizando estos valores como una nueva base de datos para realizar el análisis. Otro aspecto a considerar es que no se toman todos los intervalos, sino que en este estudio se excluyen los que presentan datos que afectan al análisis de regresión, debido a que mediante a este se predice la teoría de agencia

y la estructura óptima de la propiedad en las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas.

4.4.3 Estructura Óptima de Propiedad

La hipótesis de investigación de este estudio, se refería a que si existe un tamaño óptimo de la concentración de la propiedad que maximice el valor económico de la empresa sociedad anónima chilena. Esta se investigó sobre la base del análisis realizado por medio de un análisis descriptivo, en el cual se obtuvo que para una mayor concentración de la propiedad de una empresa esta obtiene un aumento del valor económico, este resultado es válido solo para este estudio. Por lo tanto, el tamaño óptimo de la propiedad se obtendría cuando los primeros diez accionistas tienen el 99,99% del total de las acciones, este resultado sólo es aplicado para los resultado de este estudio. Esto se explica porque el único modelo que se pudo aplicar para analizar los datos en estudio es lineal, debido a esto, no se encontró un punto de inflexión en el modelo, que indique un nivel de concentración de la propiedad menor en el cual se maximice el valor económico de la propiedad.

A pesar de las limitaciones del análisis realizado, mencionadas anteriormente cuando se explica la teoría de agencia en Chile, en este estudio se señala que la estructura óptima de capital se obtendría con una menor cantidad de dueños de acciones, por lo que se presume que a la hora de elección de los inversionistas que deseen invertir en acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago S.A. estos podrán decidir entre las que tengan un mayor nivel de concentración de la propiedad ya que se pronostica que estas tendrán un mayor valor de mercado.

Existen empresas que son excepciones a lo anteriormente mencionado, como por ejemplo la Sociedad Anónima de Deportes Club de Golf de Santiago que tiene una mínima concentración de la propiedad de un 2,3% sin embargo su ratio de mercado relación bolsa libro es el más alto para el 28 de diciembre de 2001 de un 104,0279. Esto se debe a la exclusividad y alto costo que tienen sus acciones comunes, lo que afecta considerablemente al ratio relación bolsa libro, como también a la igual participación que muestran todos los accionistas en este tipo de empresa.

5. CONCLUSIONES

La estructura de propiedad accionaria de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas se encuentra altamente concentrada a diciembre de 2001. Esto se evidencia al existir un 87% de éstas empresas que tienen más de un 70% de concentración de la propiedad, es decir, que los 10 accionistas que poseen más acciones en estas empresas tienen un control casi completo de estas. Esto produce una gran concentración de la riqueza en nuestro país, ya que al existir solo un pequeño grupo de personas que controlen casi todas las empresas produciría una mala distribución del ingreso, ya que sólo unas pocas personas obtienen la mayor parte de los ingresos de estas empresas.

La concentración de la propiedad accionaria tiene una gran relación con el valor de mercado de estas empresas. Esto se demostró en el análisis de correlación entre estas variables anteriormente efectuado. Lo que significa que la concentración de la propiedad tiene un alto grado de relación con el desempeño económico de esta, por lo tanto se puede medir la relación que se tiene al variar el grado de concentración de la propiedad con respecto a su ratio de mercado relación bolsa libro. Gracias a esta gran correlación, mas de un 85% entre las variables en estudio, se pudo desarrollar un posterior análisis de regresión de los datos, con lo cual se observó que existe una relación positiva de gran fuerza entre estas variables, es decir, al aumentar la concentración de la propiedad variaría en forma positiva el valor económico de estas empresas. Por lo tanto, esto comprobaría que la teoría de agencia existe en las sociedades anónimas abiertas chilenas. Sin embargo, no se puede dejar de tener en cuenta que los datos en los cuales se aplicó este estudio estuvieron sujetos a muchas restricciones.

La determinación de la estructura óptima de la propiedad accionaria donde se maximice el valor económico de las empresas sociedades anónimas abiertas chilenas, se realizó teniendo como base la metodología utilizada por Demtzel y Lehn en 1985. Por lo tanto, según el análisis realizado para las variables utilizadas, la estructura óptima de la propiedad accionaria se encontraría donde es más alta la concentración de la propiedad de las empresas, solo para este estudio. Es decir, cuando una empresa sociedad anónima abierta tenga un 99 % de concentración de propiedad accionaria, esta tendría un mayor valor económico que otra empresa con menos concentración de la propiedad.

Al existir una mayor concentración de la propiedad accionaria se pronostica un mayor valor de mercado para las empresas, sin embargo, el hecho de que exista esta gran concentración podría producir desigualdades en la repartición del ingreso y con esto se podría producir un aumento en la brecha entre personas con un alto y personas con un bajo nivel de ingresos en Chile, lo que nos podría alejar cada vez mas de ser parte del primer mundo desarrollado.

6. BIBLIOGRAFIA

Brealy, R.A., y S. Myers. 1998. Principios de Finanzas Corporativas. Quinta edición. Madrid: Mac Graw Hill.

Bueno, E., y P. Morcillo. 1994. Fundamentos de Economía y Organización Industrial. Madrid: Mac Graw Hill.

Demsetz, H., Y K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. Journal of Political Economy. vol. 93, N°6 (December): 1155-1177.

Fuentes, L. 1997. Grandes Grupos Económicos en Chile y los Modelos de Propiedad en otros Países. Santiago: Dolmen Ediciones S.A.

Grossman, Sanford y Oliver Hart. 1980. Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporations, Bell Journal of Economics, 11: 42-64.

King, R., y D. Wallin. 1990. The effects of antifraud rules and ex post verifiability on managerial disclosures. Contemporary Accounting Research. 6 (Spring): 885-887.

Majluf, N., N. Abarca, D. Rodríguez, y L. Fuentes. 1998. Governance and Ownership Structure in Chilean Economics Groups. Revista Abante. Vol. 1, (Abril): 111-139.

Montero, C. 1997. La Revolución Empresarial Chilena. Santiago: Dolmen Ediciones S.A.

Moran, P., y A. Garcinuño. 1998. Los Grandes Grupos Económicos y la Concentración de Propiedad: Análisis del Sector Forestal. Tesis. Universidad Austral de Chile. Valdivia.

Muñoz, C., y E. Soliz. 1982. Estructura y Costo de Capital: Un Enfoque Teórico y práctico en Sociedades Anónimas. Tesis, Universidad Austral de Chile, Valdivia.

Oswald S., y J. Jahera. 1991. Research Notes and Communications the Influence of Ownership on Performance: an Empirical Study. Strategic Management Journal. Vol. 12:, 321-326.

Shleifer, Andrei y Robert Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy, 94: 461-88.

Weimer, R. 1998. Estadística. México DF: Compañía Editorial Continental, S.A.

Xu, X., y Y. Wang. 1997. Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies. Amherst College and The World Bank.

7. ANEXOS

7.1 Anexo 1: “Base de Datos”.

	NOMBRE DE FANTASIA	CONC. DE LA PROP.	REL. BOL. LIBRO
1	SOC. ANON. DE DEP. CLUB DE GOLF DE STGO	0,0230	104,0279
2	S.A INMOB.SPORT FRAN	0,0722	16,3020
3	UNIÓN INMOBILIARIA S.A.	0,1343	2,2172
4	SOC. INM. VIÑA DEL MAR	0,1434	0,2967
5	BOLSA DE VALORES	0,2220	0,9492
6	IPAL S.A.	0,2300	0,6512
7	INM. CENT. DE EST. AGUSTINA S.A.	0,2730	39,8586
8	QUILICURA S.A.	0,2948	0,4210
9	VALPARAISO SPORTING CLUB S.A.	0,3841	1,0391
10	CLUB HIPICO DE STGO.	0,4236	1,3867
11	CLINICA LAS CONDES	0,4280	0,7203
12	VICTORIA	0,4859	0,1134
13	TRICAHUE	0,5157	0,7744
14	CGE	0,5466	2,7232
15	REBRISA S.A.	0,5504	0,3926
16	INDIVER SA	0,5541	1,3118
17	EMPRESA CABO DE HORNOS	0,5783	0,3162
18	BOD. Y VIÑEDOS STA. EMILIANA S.A.	0,6000	2,6311
19	FRUTICOLA VICONTO SA	0,6101	0,6860
20	CMPC	0,6295	0,6974
21	ZOFRI S.A.	0,6462	0,6665
22	UNESPA	0,6633	0,9103
23	AUTOMOVILISMO Y TURISMO S.A.	0,6851	0,9896
24	EDELMAG SA	0,7029	3,2345
25	EMP. PESQ. EPERVA S.A.	0,7051	0,3945
26	GRUPO SECURITY S.A.	0,7109	1,2049
27	HIPODROMO CHILE	0,7267	7,3732
28	INM. URBANA S.A.	0,7392	1,2732
29	CTI COMPAÑÍA TECNO I	0,7439	1,1957
30	MARINSA	0,7489	0,4743