

## **Efecto de la Ley corporativa y la concentración de la propiedad en el desempeño empresarial en Chile y México**

**Karen Watkins Fassler\***

Fecha de recepción: 21/IX/2012

Fecha de aceptación: 03/VII/2013

### **Resumen**

Este trabajo cuestiona los efectos inmediatos de las nuevas legislaciones en Gobierno corporativo sobre el desempeño de las empresas del sector industrial, listadas en Chile y en México. Se concluye que estos no son significativos (por país), aunque el impacto empresarial positivo en Chile supera al de México (entre países). Además, se estudia la conveniencia de la concentración de la propiedad en Chile y México. Se encuentra, para ambos países, una correspondencia negativa (y estable pre-post legislación) entre la dispersión de la propiedad y el RSA de firmas situadas dentro del sector industrial.

**Clasificación JEL:** G32.

**Palabras Clave:** Gobierno corporativo, Ley corporativa, concentración de la propiedad, desempeño empresarial, Chile, México.

### **Abstract**

This study questions the new Corporate Governance legislations' immediate effects on firm performance, for corporates listed in the industrial sector both in Chile and Mexico. It is concluded that these are not significant (within countries), although the positive firm effect in Chile is greater than in

---

\* Investigadora, Centro de Investigación e Inteligencia Económica CIIE-UPAEP, Profesora de la Facultad de Economía y Posgrados UPAEP, Profesora afiliada al Centro de Gobierno Corporativo UC. Dirección: UPAEP, Oficina 123, 17 Sur 901, Barrio de Santiago, C.P. 72410, Puebla, México. Tel: +52 222 2299400, ext. 7988. Correo electrónico: karen.watkins@upaep.mx

Se agradece a los investigadores del Centro de Gobierno Corporativo UC por su valiosa retroalimentación durante la sesión de trabajo realizada en el mes de agosto 2012 en Santiago, Chile. Gracias también a Luz María Toxqui por su apoyo en la construcción de la base de datos.

Este trabajo ha sido financiado por el Centro de Gobierno Corporativo UC y UPAEP.

Mexico (between countries). In addition, property concentration convenience in Chile and Mexico is addressed. It is found that in both countries there is a negative association (which is stable pre-post legislation) between property dispersion and ROA, for companies belonging to the industrial sector.

**JEL Classification:** G32.

**Keywords:** Corporate Governance, Corporate Law, Property Concentration, Firm Performance, Chile, Mexico.

## **Introducción**

Si bien es cierto que Chile y México (junto con Brasil) poseen los mercados de capitales más grandes e importantes de la región latinoamericana, en un nivel internacional más amplio, dichos mercados se perciben como poco líquidos. Una explicación para lo anterior es que en ambos países la propiedad de las empresas está altamente concentrada (muchas veces en familias, particularmente en el caso mexicano), y las firmas son controladas por grupos empresariales piramidales (véase Lefort y González, 2008; Castañeda, 2005). Bajo estas condiciones, resulta más difícil financiar a las compañías por medio del mercado de capitales, debido a la inminente amenaza de expropiación por parte de los accionistas mayoritarios.

No obstante, al comparar propiamente los mercados de capitales en Chile y México, Chile se muestra más dinámico en cuanto al número de empresas listadas (una empresa mexicana por cada 2.7 firmas chilenas), y en capitalización de mercado (en relación con el PIB). Chong, Guillén y López-de-Silanes (2009) mencionan que esto se debe a que en Chile los accionistas minoritarios se encuentran más protegidos que en México. Por un lado, los fondos de pensión representan los principales accionistas minoritarios en Chile; los cuales juegan un papel primordial como monitores y asesores de las empresas, y tienen el poder de elegir directores independientes. Por otra parte, la aplicación de los derechos de los accionistas es más efectiva en Chile que en México, estando ambas naciones regidas por el Derecho Civil. De acuerdo con un informe del Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (CEGC, 2008) y con la investigación de Chong et al. (2009), en México el proceso judicial es más corrupto, lento e ineficiente que en Chile.

La concentración de la propiedad puede condicionar la inversión y traducirse en menor desempeño empresarial. Sin embargo, esta también puede favorecer los resultados corporativos, ya que reduce el problema agente-principal y permite el establecimiento de relaciones a largo plazo en las firmas. No existe consenso sobre la conveniencia o no de la concentración de la propiedad para las empresas, y aunque hay una vasta literatura al respecto

para países desarrollados, los estudios para economías emergentes son relativamente escasos. En países como Chile y México, es probable que la relación positiva entre la concentración de la propiedad y el desempeño empresarial aumente a medida que se acreciente la protección de los inversionistas minoritarios.

En el año 2004, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 2004) dictó una serie de recomendaciones en materia de Gobierno corporativo, donde se menciona justamente la importancia de la protección de los inversionistas minoritarios. Los países miembros de la OECD, donde Chile y México son los dos únicos países latinoamericanos representados, han adoptado estos principios para el buen desempeño de las empresas; mismos que se han plasmado tanto en la Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas en Chile (2010), como en la Ley del Mercado de Valores en México (2006).

Resulta fundamental medir si existe algún efecto inmediato de estas legislaciones sobre el desempeño de las empresas en Chile y en México. Estas leyes pueden impactar de forma distinta en los resultados corporativos, debido a la heterogeneidad del ambiente empresarial e institucional de los países. Es decir, no solo las leyes son importantes, sino también la aplicación de las mismas. Además, se estudia la conveniencia de la concentración de la propiedad en Chile y México, así como la presencia de algún cambio: en la relación entre la concentración de la propiedad y los resultados corporativos, antes y después de la entrada en vigencia de las nuevas leyes. Para lo anterior, se analizan las empresas listadas pertenecientes al sector industrial tanto en Chile como en México. A la fecha, de acuerdo con la información de la investigadora, no hay ningún otro trabajo comparativo Chile-México que contemple estos alcances.

## **1. Antecedentes y revisión de la literatura**

### *1.1 Problema agente-principal*

El problema agente-principal surge con la separación entre la propiedad y el control de las firmas (véase Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Denis, 2001; Hutchinson y Gul, 2004). Tal problema tiene su origen en que los objetivos que persiguen los administradores divergen de los de los dueños. Los accionistas están interesados en maximizar el valor de la empresa, mientras que los ejecutivos buscan paralelamente otros objetivos, entre los que se encuentran el poder, el salario y la estabilidad laboral.

#### 4 *Ensayos Revista de Economía*

La dispersión de la propiedad, junto con la presencia de información asimétrica dentro de una organización, agudizan el problema agente-principal (Tosi, Shen y Gentry, 2003). Al diluirse la propiedad de las acciones, la ganancia individual que se obtiene por medio de mayor control corporativo, está substancialmente contrarrestada por el costo asociado con ello. Se observa la selección adversa cuando los administradores buscan sus propios objetivos, en vez de aquellos planteados por los dueños. Por ejemplo, cuando un ejecutivo impulsa el crecimiento de la empresa con el fin de incrementar su poder, estabilidad laboral, salario y prestaciones, y no con el propósito de maximizar las ganancias. Una situación extrema de selección adversa se presenta cuando personas no deseadas (corruptas) participan en la empresa. Se da también el riesgo moral, cuando los ejecutivos esconden a los accionistas información corporativa o alteran esta información. El poder excesivo de los ejecutivos y sus consecuentes repercusiones sobre los accionistas es el eje del problema de agencias en países como Estados Unidos de Norteamérica, por lo que tal situación ha sido ampliamente discutida en la literatura.

En países como Chile y México, donde la propiedad de las empresas está altamente concentrada en familias o grupos empresariales piramidales (véase Lefort y Urzúa, 2008; Chong, Guillén y López-de-Silanes, 2009), el problema agente-principal se manifiesta principalmente entre los accionistas mayoritarios (principales) y los accionistas minoritarios (agentes). Si bien, por lo general ambos buscan la maximización del valor de la empresa, el conflicto se da por la forma en la cual se reparten las ganancias (o por cómo se trasladan las pérdidas, si fuese el caso). La solución a la expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas mayoritarios se basa en otorgar más poderes y derechos a los accionistas minoritarios, lo cual ha sido la esencia de las legislaciones recientes en esta materia (Chong, Guillén y López-de-Silanes, 2009).

##### *1.2 Gobierno corporativo*

El Gobierno corporativo abarca un conjunto de mecanismos internos de la empresa, así como de entorno (externos), que permiten reducir el problema agente-principal. Dentro de los mecanismos internos se encuentran el monitoreo, los contratos laborales, la alineación de incentivos (esquemas de remuneración de ejecutivos, motivación, comunicación interna, entre otros), el apalancamiento y la internacionalización. Por mecanismos externos (de mercado e institucionales), se conocen: la legislación, la regulación, los mercados laborales y los mercados de control corporativo (véase Boubakri, Cosset y Guedhami, 2005; Watkins, Spronk y van Dijk, 2009).

El Gobierno corporativo ha sido definido por varios autores, entre ellos: Blair (1995), Mayer (1997) y Kose and Senbet (1998), quienes, lo vislumbran como un arreglo que favorece los intereses de los involucrados en una compañía. Lins y Servaes (2002) y Mitton (2002), por su parte, entienden el Gobierno corporativo como el mecanismo por el cual los accionistas minoritarios quedan protegidos de potenciales expropiaciones, que se pudieran llegar a presentar por parte de los ejecutivos o accionistas mayoritarios. Finalmente, Shleifer y Vishny (1997), Zingales (1997) y Nelson (2005), lo definen como un conjunto de restricciones que se establecen sobre los administradores y los accionistas, las cuales determinan cómo se asigna el valor de la firma y permiten obtener un rendimiento sobre la inversión.

En síntesis, el Gobierno corporativo es un conjunto de mecanismos internos y externos que utilizan las empresas para alinear los objetivos de los accionistas (mayoritarios y minoritarios) y los administradores. Con las buenas prácticas de Gobierno corporativo se busca maximizar el valor de las firmas, respetando los derechos de todos los que de alguna manera están involucrados con las compañías (empleados, proveedores, acreedores y clientes, entre otros).

### *1.3 Gobierno corporativo, concentración de la propiedad y desempeño empresarial*

Es vasta la literatura sobre la relación entre el Gobierno corporativo y el desempeño empresarial para países desarrollados, pero es relativamente escasa para economías emergentes. Existe consenso sobre ciertos principios del buen Gobierno corporativo, los cuales favorecen los resultados de las firmas (medidos tanto por valor de mercado como por valor en libros; véase Klapper y Love, 2004; Mitton, 2002; Kim y Lee, 2003; Gompers, Ishii y Metrick, 2003; Black, Jang y Kim, 2006; Dittmar y Mahrt-Smith, 2007), mas las prácticas específicas y su impacto dependen de: el país en cuestión (véase Chhaochharia y Laeven, 2009), el momento en el tiempo (por ejemplo, tiempos normales o tiempos de crisis financiera; ver Watkins, Spronk y van Dijk, 2006), la cultura empresarial (véase Chidambaran, Palia y Zheng, 2008) y las características propias de las empresas (véase La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2002; así como, Hutchinson y Gul, 2004).

Los estudios en general muestran que las buenas prácticas de Gobierno corporativo protegen a todos aquellos involucrados en las organizaciones, favorecen la transparencia en la información corporativa y suscitan relaciones a largo plazo. Con lo anterior, se logra reducir el problema de la información asimétrica, se promueve la confianza y se permite a las empresas no solo mayor acceso a los mercados de crédito y capital, sino que

también un menor costo del financiamiento (véase Lowenstein, 1996; Maher y Andersson, 2000; Chong et al., 2009; Leuz, Lins y Warnock, 2008). Al reducirse las tasas de interés y las primas, aumentan las ganancias corporativas.

Autores tales como Barca (1995) y La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) sugieren que la alta concentración de la propiedad impide el desarrollo de los mercados de capitales, lo cual limita el acceso a los recursos financieros y la inversión. Esto trae consigo altos costos de financiamiento, mayores niveles de riesgo empresarial y menor desempeño de las firmas. La relación negativa entre la concentración de la propiedad y los resultados empresariales es observada también por Bennedsen y Wolfenzon (2000), Baek, Kang y Park (2004) y Maury (2006). En estos estudios, se muestra que los accionistas mayoritarios (especialmente de empresas familiares) expropián a los accionistas minoritarios, con actos que van en detrimento de las ganancias corporativas.

Por el contrario, Bunkanwanicha, Gupta y Rokhim (2008), Boubakri et al. (2005), así como Kim (2006) señalan que la alta concentración de la propiedad reduce el problema agente-principal y favorece al desempeño empresarial. Los dueños mayoritarios tienen el incentivo de monitorear a las empresas, con el fin de maximizar el valor de las firmas. En estas situaciones, la expropiación de los dueños minoritarios no es la regla sino más bien la excepción. La alta concentración de la propiedad favorece el establecimiento de relaciones a largo plazo en las compañías, lo cual impacta positivamente en la inversión y en el desempeño de las firmas.

Varios autores han enfatizado también los efectos negativos y positivos de los grupos empresariales piramidales sobre los resultados empresariales. Se trata de organizaciones donde empresas legalmente independientes son controladas por una cabeza de grupo, a través de una cadena de relaciones de propiedad. De acuerdo con Johnson, La Porta et al. (1999), y Joh (2003), los grupos piramidales implican más costos de administración, falta de transparencia y mayores posibilidades de expropiación hacia quienes se encuentran en la base de la estructura, con efectos negativos sobre el desempeño de las firmas. Sin embargo, Khanna y Palepu (2000), Claessens, Djankov y Xu (2000) y Castañeda (2005) encuentran que estas organizaciones reducen los problemas de la información asimétrica y permiten el financiamiento a bajo costo, mediante el funcionamiento de mercados internos de capitales. Además, de acuerdo con estos autores, los grupos empresariales piramidales funcionan como monitores de las compañías, ya que cuidan el buen desempeño de las mismas.

En retrospectiva, la conveniencia o no de la concentración de la propiedad como medida de Gobierno corporativo depende principalmente de la protección a los inversionistas minoritarios. Si esta es eficiente, es posible aprovechar las ventajas propias de la concentración de la propiedad sobre el desempeño de las firmas.

#### *1.4 Principios del buen Gobierno corporativo*

En 1999, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) propuso los principios para el buen Gobierno corporativo; los cuales fueron revisados en 2004. Dichos principios se resumen en seis enunciados (OECD, 2004):

1. Promover mercados eficientes y transparentes.
2. Proteger los intereses de los accionistas.
3. Fomentar el trato equitativo entre los distintos accionistas.
4. Reconocer los derechos de todos aquellos involucrados en las empresas.
5. Ofrecer al mercado información corporativa oportuna y confiable.
6. Dotar a los consejos de administración de atribuciones que permitan fungir como asesores independientes y monitores dentro de las compañías, promoviendo así las buenas prácticas de Gobierno corporativo.

#### *1.5 Legislación corporativa en Chile y México*

La Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas fue publicada en el Diario Oficial de Chile en el mes de septiembre de 2009, y entró en vigor a partir del uno de enero, 2010. Esta, junto con la Ley de Oferta Pública de Acciones (Ley de OPAS) y Gobiernos Corporativos decretada en el año 2000, tiene como fin proteger de expropiaciones por parte de los accionistas mayoritarios, a los accionistas minoritarios. Para ello, se estipulan nuevas cláusulas de transparencia, simetría y rapidez en el manejo y la distribución de información corporativa, así como más restricciones y autorregulación en el uso de información privilegiada y en las transacciones entre partes relacionadas. Además, esta legislación reduce la ambigüedad en la definición de la figura del director independiente, y le da mayores responsabilidades (al formar parte del comité de directores) y atribuciones para atender conflictos de interés. Se amplía también la participación de los accionistas minoritarios en la toma de decisiones de las empresas, por medio de mecanismos de voto a distancia.

El Código de Mejores Prácticas Corporativas se estableció en México en el año 1999 (con modificaciones en el año 2006), siendo el primero de su tipo en América Latina. El 28 de junio de 2006, entró en vigor la nueva Ley del

Mercado de Valores; muchas de las recomendaciones de Gobierno corporativo incluidas en el Código de Mejores Prácticas Corporativas se vieron plasmadas dentro de esta ley. Al igual que en la legislación chilena, la Ley del Mercado de Valores fomenta la protección de los accionistas minoritarios ante abusos por parte de los dueños mayoritarios. Algunas de las cláusulas que emite esta ley, en esa dirección, son: que al menos el 25% de las juntas directivas sean compuestas por directores independientes, la creación de comités de prácticas corporativas formados por directores independientes, así como mayores derechos para los accionistas minoritarios al disminuir el porcentaje de acciones necesarias para designar directores, para convocar a asambleas extraordinarias y para demandar civilmente a ejecutivos o directores.

## **2. Metodología**

### *2.1 Tipo de investigación y datos*

Para esta investigación de corte empírico se construyó una base de datos comparativa, con información anual de compañías del sector industrial, listadas tanto en Chile como en México. Los datos provienen de los reportes anuales de las empresas, que se encuentran disponibles de manera electrónica en la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS) y en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Para el caso de Chile, los años contemplados son 2009 y 2010, antes y después de la entrada en vigencia de la Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas. Para México, se toman en cuenta los años 2005 y 2007, dado que la Ley del Mercado de Valores se implementó a mediados de 2006.

El sector industrial en Chile es el que agrupa el mayor número de compañías listadas, luego del sector de las telecomunicaciones. En México, el sector industrial representa el sector más grande dentro de la Bolsa Mexicana de Valores. En total, se capturó información para 34 empresas en Chile y 26 firmas en México.

### *2.2 Variables y modelo econométrico*

El trabajo inicia con un estudio de eventos, donde el evento de interés es la implementación de nuevas legislaciones en Gobierno corporativo tanto en Chile como en México. En particular, se estudia de forma comparativa si hubo algún impacto inmediato de estas leyes sobre el desempeño del sector industrial. Seguidamente, se analiza la conveniencia de la concentración de la propiedad sobre los resultados empresariales de este sector. Finalmente, se determina si se presentó algún cambio, en la relación entre la concentración



de la propiedad y los resultados corporativos del sector industrial, después de la entrada en vigencia de estas nuevas leyes, que tienen como fin incrementar la protección de los inversionistas minoritarios.

La concentración de la propiedad se agrupa en cuatro variables dicótomas, mutuamente excluyentes: (1) Empresa familiar: Toma el valor de 1 si la empresa en ese año tiene como principales accionistas dos o más personas que comparten un apellido. Si un fideicomiso de control, un fondo de inversión privado o compañía en comandita por acciones tiene más del 30% de las acciones, se revisan los directores para ver si se repiten apellidos. Para empresas pertenecientes a grupos, se revisa si el grupo es familiar o si se repite el apellido del principal accionista del grupo con otros accionistas principales de la empresa. (2) Grupo empresarial piramidal: Se considera que una empresa pertenece a un grupo empresarial piramidal si más del 30% de sus acciones están en manos de otra compañía, o si la misma posee más del 30% de las acciones de otra empresa. (3) Firma familiar y empresarial: Agrupa empresas que son familiares y además pertenecen a un grupo empresarial piramidal. (4) Compañía de propiedad dispersa: Caracteriza empresas que no caben en ninguna de las categorías anteriores. Esta distinción es importante, ya que aunque todas miden la concentración de la propiedad, su relación con los resultados de las firmas no necesariamente es la misma.

Como variable de desempeño empresarial, se toma el Rendimiento Sobre los Activos (RSA). Este se construye como UAFIDA (resultado operacional más depreciación y amortización) sobre activos totales, por lo que es una variable que refleja valor en libros.

Ya que el desempeño empresarial no se relaciona únicamente con la concentración de la propiedad y con las nuevas legislaciones en Gobierno corporativo (que involucran cláusulas sobre directores independientes, mayor poder de los accionistas minoritarios y transparencia, entre otras), resulta conveniente incluir como variables de control el tamaño de la empresa (logaritmo natural de los activos totales) y la productividad (ventas netas sobre stock de capital neto). Se espera que la relación de ambas variables con RSA sea directa.

El problema de la endogeneidad, común en este tipo de investigaciones, no representa un inconveniente importante para este estudio. Por un lado, las nuevas legislaciones son exógenas a las empresas, por lo que la dirección causa-efecto resulta clara; las leyes pueden repercutir en los resultados empresariales. Asimismo, no es de interés para los objetivos de este trabajo conocer si la concentración de la propiedad impacta en el desempeño de las firmas o viceversa, sino más bien la relación entre ambas variables y cómo

esta pudo cambiar a partir de la implementación de las nuevas legislaciones en Gobierno corporativo.

Para todas las empresas pertenecientes al sector industrial, listadas tanto en Chile como en México, se corre la siguiente ecuación mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios:

$$RSA_{itc} = \partial_0 + \partial_0' C + \partial_0'' L + \partial_0''' L * C + \partial_1 Z_{itc} \quad (1)$$

donde:

*itc* se refiere a empresa, tiempo y país en cuestión;

*C* es una variable dummy que toma el valor de 1 para Chile y 0 para México;

$\partial_0$  es un parámetro que indica el valor promedio del RSA para empresas del sector industrial en México, antes de la implementación de la nueva legislación en Gobierno corporativo;

$\partial_0 + \partial_0'$  es un parámetro que indica el valor promedio del RSA para empresas del sector industrial en Chile, antes de la entrada en vigencia de la nueva legislación en Gobierno corporativo;

*L* es una variable dicótoma (dummy) que toma el valor de uno, luego de la entrada en vigencia de las nuevas leyes, y es cero antes de ello;

$\partial_0''$  muestra el efecto de la nueva ley sobre el desempeño del sector industrial en México;

$\partial_0'' + \partial_0'''$  indica el impacto de la nueva legislación sobre el desempeño del sector industrial en Chile;

$\partial_1$  es un vector de parámetros, asociados a cada una de las variables de control;

*Z<sub>itc</sub>* es un vector de variables de control, en particular tamaño y productividad.

La siguiente ecuación incorpora la concentración de la propiedad como variable de interés. Se amplía entonces el análisis, con lo que es posible estudiar la relación entre la concentración de la propiedad y el RSA, antes y después a la implementación de las nuevas leyes en Gobierno corporativo. Dado que hay pocos casos de empresas familiares listadas pertenecientes al sector industrial en Chile (una), y de firmas catalogadas como industriales ubicadas en un grupo empresarial en México (dos), no es posible correr la regresión por cada tipo de concentración de la propiedad. En su defecto, se agrupan todas las empresas en solo dos categorías: aquellas cuya propiedad está concentrada (familiar, empresarial o familiar y empresarial) y las que presentan propiedad dispersa:

$$RSA_{itc} = \alpha_0 + \alpha'_0 C + \alpha''_0 L + \alpha'''_0 L * C + \alpha_1 D_{it} + \alpha'_1 C * D_{it} + \alpha''_1 L * D_{it} + \alpha'''_1 L * C * D_{it} + \alpha_3 Z_{itc}$$

(2)

donde:

$\alpha''_0$  muestra el efecto de la nueva ley sobre el desempeño de firmas pertenecientes al sector industrial en México, cuya propiedad está concentrada;

$\alpha''_0 + \alpha'''_0$  indica el impacto de la nueva legislación sobre el desempeño de firmas pertenecientes al sector industrial en Chile, cuya propiedad está concentrada;

$D$  se refiere a si la empresa presenta propiedad dispersa, en cuyo caso se le asigna el valor de 1 (0 de lo contrario);

$\alpha_1$  muestra la relación diferenciada con respecto al RSA entre empresas del sector industrial de propiedad dispersa y aquellas de propiedad concentrada, para México;

$\alpha_1 + \alpha'_1$  muestra la relación diferenciada con respecto al RSA entre empresas del sector industrial de propiedad dispersa y aquellas de propiedad concentrada, para Chile;

$\alpha''_1$  indica el cambio en la relación entre la propiedad dispersa y el desempeño de empresas del sector industrial en México, luego de la entrada en vigencia de la Ley del Mercado de Valores;

$\alpha''_1 + \alpha'''_1$  se refiere al cambio en la relación entre la propiedad dispersa y el desempeño de empresas del sector industrial en Chile, luego de la implementación de la Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas;

$\alpha_3$  es un vector de parámetros, asociados a cada una de las variables de control;

$Z$  es el vector de variables de control: tamaño de la empresa (logaritmo natural de los activos totales) y productividad (ventas netas sobre stock de capital neto).

### 2.3. Hipótesis

Las ecuaciones planteadas en el apartado anterior permiten probar las siguientes hipótesis:

1. Las nuevas legislaciones en Gobierno corporativo, tanto en México como en Chile, han tenido un efecto favorable inmediato mínimo sobre el desempeño de las compañías pertenecientes al sector industrial. Dado que el horizonte de tiempo contemplado es muy corto, se espera que los efectos de estas nuevas leyes sobre el RSA se vean reflejados más claramente en un mediano plazo.

2. En Chile, en comparación con México, la nueva legislación ha impactado en mayor medida al desempeño de corto plazo de las firmas pertenecientes al sector industrial. Esto es de esperarse, ya que Chile posee ventajas en cuanto a la protección efectiva que puede ofrecer a los accionistas minoritarios, con repercusiones favorables sobre los resultados empresariales.
3. Tanto en México como en Chile hay una correspondencia negativa entre la dispersión de la propiedad y el RSA de firmas situadas dentro del sector industrial. La dispersión de la propiedad no favorece las relaciones a largo plazo ni sirve como herramienta para reducir el problema agente-principal, lo cual se relaciona con menor desempeño empresarial.
4. La diferencia en el RSA de compañías del sector industrial en Chile y México, cuya propiedad está dispersa contra aquellas con propiedad concentrada, se mantiene antes y después de la aplicación de las nuevas leyes. Se espera que a medida que pase el tiempo y se acreciente la protección de los inversionistas minoritarios, se aprovechen aún más las ventajas propias de la concentración de la propiedad sobre el desempeño empresarial.

### 3. Resultados

#### 3.1 Estadística descriptiva

Las empresas del sector industrial tanto en Chile como en México muestran alta concentración de la propiedad, esta difiere en cuanto al tipo de concentración. Mientras que en Chile, la mayor parte de las compañías analizadas pertenecen a un grupo empresarial; en cambio, en México, la pauta es tener firmas de propiedad familiar. La tabla 1 presenta la distribución de estas empresas de acuerdo con la concentración de la propiedad.

Tabla 1  
**Concentración de la Propiedad (%)**

	<b>Familiar</b>	<b>Empresarial</b>	<b>Ambos</b>	<b>Dispersa</b>
Chile	3	46	41	10
México	53	8	24	15

Fuente: elaboración propia.

En lo que se refiere al desempeño de las firmas del sector industrial según la concentración de la propiedad, la tabla 2 muestra que en Chile los mejores resultados provienen de compañías pertenecientes a grupos empresariales, o

cuya propiedad es familiar y empresarial a la vez. En cambio, en México resulta favorable la propiedad familiar. Donde hay semejanza es en el bajo nivel del RSA promedio de firmas del sector industrial en Chile y México, cuya propiedad es dispersa.

Tabla 2  
**RSA Promedio (%)**  
**Por Concentración de la Propiedad**

	<b>Familiar</b>	<b>Empresarial</b>	<b>Ambos</b>	<b>Dispersa</b>
Chile	2	12	12	5
México	12	8	7	3

Fuente: elaboración propia.

Al comparar el RSA promedio total de empresas que se ubican en el sector industrial en Chile y México, se observa que en Chile este es ligeramente superior, aunque también un poco más volátil. Si se separa la muestra según la entrada en vigencia de las nuevas leyes en Gobierno corporativo (pre y post la legislación), se aprecia que después de la nueva legislación, en Chile hay un mayor desempeño de las firmas pertenecientes al sector industrial; en México, aparentemente, se da lo contrario. Los detalles se presentan a continuación.

Tabla 3  
**RSA Chile (%)**

promedio	11
mínimo	-7
máximo	50
desv.est.	0.10

Fuente: elaboración propia.

Tabla 4  
**RSA México (%)**

promedio	9
mínimo	-14
máximo	41
desv.est.	0.08

Fuente: elaboración propia.

Tabla 5  
**RSA Promedio (%)**

	Chile	México
Antes de las Nuevas Leyes en G. C.	9	10
Después de las Nuevas Leyes en G. C.	12	8

Fuente: elaboración propia.

### 3.2 Resultados econométricos

A continuación se presentan los resultados obtenidos al correr la ecuación (1):

Tabla 6  
**Resultados Econométricos del Modelo Inicial**

RSA	Coefficiente	Error Estándar	Valor p
C	-0.03	0.026	0.236
L	-0.03	0.024	0.164
L*C	0.06*	0.032	0.073
Productividad	0.01**	0.001	0.001
Tamaño	0.01*	0.004	0.059
Constante	-0.10	0.100	0.329

\*\* Significativo al 1%.

\* Significativo al 10%.

Fuente: elaboración propia.

La tabla 6 muestra que en México el efecto inmediato de la Ley del Mercado de Valores sobre el RSA del sector industrial es nulo ( $\partial_0'' = 0$ ). Para determinar si existe un impacto de corto plazo de la Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas sobre el RSA del sector industrial en Chile, se lleva a comprobación  $\partial_0'' + \partial_0''' = 0$ :

Tabla 6a  
**Prueba de impacto de corto plazo**

test L+L*C=0
F( 1, 109) = .1.31
Prob > F = 0.26

Fuente: elaboración propia.

Esta hipótesis no se rechaza, por lo que existe evidencia para afirmar que tampoco en Chile se presenta un efecto inmediato significativo de la nueva legislación, sobre el RSA del sector industrial.

No obstante, sí existe asimetría en cuanto al efecto de las nuevas leyes sobre el RSA del sector industrial en Chile y México. El coeficiente para L\*C ( $\partial_0'''$ ) es mayor que cero y significativo al 10%. Esto implica que el impacto de la nueva ley en Chile es superior que en México: comparando entre países, no contra el valor de cero (por país).

En lo que se refiere a las variables de control, tanto productividad como tamaño son significativas y muestran los signos esperados. La tabla 7 presenta los resultados de la ecuación (2):

Tabla 7  
**Resultados Económicos del Modelo con Concentración de la Propiedad**

<b>RSA</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Error Estándar</b>	<b>Valor p</b>
C	-0.04	0.027	0.155
L	-0.03	0.025	0.190
L*C	0.06*	0.033	0.080
Productividad	0.01***	0.001	0.001
Tamaño	0.01**	0.004	0.020
D	-0.05	0.045	0.254
C*D	-0.04	0.068	0.582
L*D	-0.00	0.064	0.973
L*C*D	0.01	0.092	0.876
Constante	-0.14	0.103	0.181

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

Fuente: elaboración propia.

Al introducir la concentración de la propiedad en la regresión, se determina que la propiedad dispersa (en comparación con la propiedad concentrada) no favorece al RSA del sector industrial ni en México ( $\alpha_1 = 0$ ), ni en Chile ( $\alpha_1 + \alpha_1' < 0$ ). Por el contrario, se comprueba (al 10% de significancia) que la dispersión de la propiedad se relaciona con un menor desempeño del sector industrial en Chile.

Tabla 7a  
**Prueba de impacto de la concentración de la propiedad sobre RSA**

test D+ C*D=0
F( 1, 105) = 3.10
Prob > F = 0.08

Fuente: elaboración propia.

Es posible verificar también si existe una asociación negativa adicional entre la propiedad dispersa y el RSA del sector industrial en Chile, después de la entrada en vigencia de la Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas. Para ello, se somete a comprobación que  $\alpha_1'' + \alpha_1''' = 0$ . Los resultados de la prueba sugieren que no se da este efecto.

Tabla 7b  
**Prueba de impacto de la concentración de la propiedad sobre RSA**

test L*D+ L*C*D=0
F( 1, 105) = 0.03
Prob > F = 0.8544

Fuente: elaboración propia.

La tabla 8 presenta los resultados de la ecuación (2), eliminando las interacciones de la propiedad dispersa con la entrada en vigencia de las leyes. Esta ecuación se corre ya que los hallazgos anteriores muestran que hay implicaciones de la concentración de la propiedad sobre el RSA de las firmas estudiadas, pero el efecto de las nuevas leyes es débil.

De esta regresión, se concluye que tanto en Chile como en México existe una relación diferenciada con respecto al RSA entre empresas del sector industrial de propiedad dispersa y las de propiedad concentrada. Específicamente, las firmas cuya propiedad es dispersa tienden a tener un menor desempeño que las demás. Este resultado es significativo al 10% para México ( $\alpha_1 = -0.05$ ) y al 5% para Chile ( $\alpha_1 + \alpha_1' = -0.08$ ).



Tabla 8  
**Resultados Económicos del Modelo con Concentración de la Propiedad, sin Interacciones con la Ley**

<b>RSA</b>	<b>Coeficiente</b>	<b>Error Estándar</b>	<b>Valor p</b>
C	-0.04	0.026	0.132
L	-0.03	0.023	0.145
L*C	0.06**	0.031	0.051
Productividad	0.01***	0.001	0.001
Tamaño	0.01**	0.004	0.019
D	-0.05*	0.032	0.099
C*D	-0.03	0.047	0.528
Constante	-0.14	0.102	0.177

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

Fuente: elaboración propia.

Tabla 8a  
**Prueba de impacto de la propiedad dispersa sobre RSA**

test  $D+C*D=0$

$F(1, 107) = 5.90$

Prob > F = 0.02

Fuente: elaboración propia.

## Conclusiones

En el desarrollo de este trabajo se buscó, en primera instancia, esclarecer si existen efectos inmediatos de las legislaciones recientes en Gobierno corporativo sobre el desempeño de empresas del sector industrial, listadas tanto en Chile como en México. Estas leyes, las cuales enfatizan la protección de los accionistas minoritarios como punto prioritario para el buen Gobierno corporativo (en un entorno donde la propiedad está altamente concentrada), van en línea con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 2004), donde Chile y México son los dos únicos países miembros latinoamericanos. Se estudió el impacto empresarial específicamente de la Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas (2009) en Chile y de la Ley del Mercado de Valores (2006) en México. Aun si estas leyes buscan el mismo objetivo en cuanto a Gobierno corporativo, se encontró que los resultados sobre el desempeño de

las firmas difieren entre ambos países, lo cual es de esperarse dada la heterogeneidad del ambiente empresarial e institucional. Concretamente, los efectos de corto plazo de las legislaciones sobre el RSA de las compañías analizadas no son significativos, lo cual no es sorprendente dado que el impacto de la ley tiende a ser gradual y por ende será reflejado más claramente en un mediano plazo. Sin embargo, al comparar este efecto entre los dos países, sí se aprecia que el impacto -positivo- de las nuevas leyes en Chile, supera al de México. Esto se explica en parte con el hecho de que Chile -en comparación con México- posee ventajas en cuanto a la protección efectiva que puede ofrecer a los accionistas minoritarios, con repercusiones favorables sobre los resultados empresariales.

El hallazgo más importante de esta investigación es que tanto en Chile como en México existe una correspondencia negativa entre la dispersión de la propiedad y el RSA de firmas situadas dentro del sector industrial. Esto da evidencia a favor de los argumentos que señalan que la concentración de la propiedad favorece las relaciones a largo plazo y sirve como herramienta para reducir el problema agente-principal, lo cual se relaciona con mayor desempeño empresarial. También fue posible comprobar que la diferencia en el RSA de compañías del sector industrial en Chile y México, cuya propiedad está dispersa contra aquellas con propiedad concentrada, se mantiene antes y después de la aplicación de las nuevas leyes. Se espera que, a medida que pase el tiempo y se acreciente la protección de los inversionistas minoritarios, se aprovechen aún más las ventajas propias de la concentración de la propiedad sobre el desempeño empresarial.

Contrario a lo que autores como Shleifer y Vishny (1997) concluyen, con respecto a la impertinencia de la concentración de la propiedad sobre los resultados corporativos, este estudio arroja evidencia a favor de la misma. Incluso, a mediano plazo, la concentración de la propiedad junto con la eficiente protección de los inversionistas minoritarios, podrían llegar a impactar positivamente en el desarrollo de los mercados financieros. Esto es importante, en la actualidad, a raíz de los recientes escándalos corporativos vividos en Estados Unidos de Norteamérica, en gran parte causados por problemas de agencias relacionados con la dispersión de la propiedad.

## Referencias

- Baek, J. S., Kang, J. K. y Park, K. S. (2004). "Corporate Governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis". *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265–313.
- Barca, F. (1995). "On Corporate Governance in Italy: Issues, facts, and agency". *Mimeo*, Bank of Italy.
- Bennedsen, M. y Wolfenzon, D. (2000). "The balance of power in closely held corporations". *Journal of Financial Economics*, 58(1, 2), 113-139.
- Berle, A. A y Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Nueva York, Estados Unidos de Norteamérica: Macmillan.
- Black, B. S., Jang, H. y Kim, W. (2006). "Does Corporate Governance predict firm's market values? Evidence from Korea". *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366–413.
- Blair, M. (1995). *Ownership and control: Rethinking Corporate Governance for the twenty-first century*. Estados Unidos de América: Brookings Institution Press.
- Boubakri, N., Cosset, J. C. y Guedhami, O. (2005). "Postprivatization Corporate Governance: The role of ownership structure and investor protection". *Journal of Financial Economics*, 76(2), 369-399.
- Bunkanwanicha, P., Gupta, J. y Rokhim, R. (2008). "Debt and entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia". *European Journal of Operational Research*, 185(3), 1578-1595.
- Castañeda, G. (2005). "Consequences of firms' relational financing in the aftermath of the 1995 Mexican banking crisis". *Journal of Applied Economics*, 8(1), 53-79.
- CEGC (2008). "Gobierno Corporativo en México: Progresos recientes". *Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo: Boletín Consilium*. Disponible en: <http://www.uas.mx/cegc/consilium/doc/Progresos-recientes-Gobierno-Corporativo-M%C3%A9xico-U1009.doc.pdf>
- Chhaochharia, V. y Laeven, L. (2009). "Corporate Governance norms and practices". *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Chidambaran, N., Palia, D. y Zheng, Y. (2008). "Corporate Governance and firm performance: Evidence from large governance changes". *SSRN Working Paper*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1108497>
- Chong, A., Guillén, J. y López-de-Silanes, F. (2009). "Corporate Governance reform and firm value in Mexico: An empirical assessment". *Journal of Economic Policy Reform*, 12(3), 163-188.

**20 Ensayos Revista de Economía**

- Claessens, S., Djankov, S. y Xu, L. C. (2000). "Corporate performance in the East Asian financial crisis". *The World Bank Research Observer*, 15(1), 23-46.
- Denis, D. K. (2001). "Twenty-five years of Corporate Governance research ...and counting". *Review of Financial Economics*, 10(3), 191-212.
- Dittmar, A. y Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and the value of cash holdings". *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Gompers, P., Ishii, J. y Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Hutchinson, M. y Gul, F. A. (2004). "Investment opportunity set, Corporate Governance practices and firm performance". *Journal of Corporate Finance*, 10(4), 595-614.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Joh, S. W. (2003). "Corporate Governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis". *Journal of Financial Economics*, 68(2), 287-322.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2000). "Tunneling". *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Khanna, T. y Palepu, K. (2000). "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups". *Journal of Finance*, 55(2), 867-891.
- Kim, B. y Lee, I. (2003). "Agency problems and performance of Korean companies during the Asian financial crisis: Chaebol vs. non-chaebol firms". *Pacific - Basin Finance Journal*, 11(3), 327-348.
- Kim, E. (2006). "The impact of family ownership and capital structures on productivity performance of Korean manufacturing firms: Corporate Governance and the "Chaebol problem"". *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(2), 209-233.
- Kose, J. y Senbet, L. (1998). "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking and Finance*, 22(4), 371-403.
- Klapper, L. F. y Love, I. (2004). "Corporate Governance, investor protection, and performance in emerging markets". *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). "Corporate ownership around the world". *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

- La Porta, R., López-de-Silanes F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (2002). "Investor protection and corporate valuation". *Journal of Finance*, 58(3), 1147-1170.
- Lefort, F. y Urzúa, F. (2008). "Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile". *Journal of Business Research*, 61(1), 615-622.
- Lefort, F. y González, R. (2008). "Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile". *Revista ABANTE*, 11(1), 19-45.
- Leuz, C., Lins, K. V. y Warnock, F. E. (2008). "Do foreigners invest less in poorly governed firms?". *Review of Financial Studies*, 23(3), 3245-3285.
- Ley de Gobiernos Corporativos de Empresas Privadas (2010). Chile. Disponible en: [http://www.svs.cl/sitio/legislacion\\_normativa/legislacion\\_valores.php](http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/legislacion_valores.php)
- Ley del Mercado de Valores (2006). México. Disponible en: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lmv.htm>
- Lins, K. V. y Servaes, H. (2002). "Is corporate diversification beneficial in emerging markets?". *Financial Management*, 31(2), 5-31.
- Lowenstein, L. (1996). "Financial transparency and Corporate Governance: You manage what you measure". *Columbia Law Review*, 96(5), 1335-1362.
- Maher, M. y Andersson, T. (2000). "Corporate Governance: Effects on firm performance and economic growth". *SSRN Working Paper*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=218490>
- Maury, B. (2006). "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations". *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Mayer, C. (1997). "Corporate Governance, competition, and performance". *Journal of Law and Society*, 24(1), 152-176.
- Mitton, T. (2002). "A cross-firm analysis of the impact of Corporate Governance on the East Asian financial crisis". *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Myers, S. C. (1977). "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nelson, J. (2005). "Corporate Governance practices, CEO characteristics and firm performance". *Journal of Corporate Finance*, 11(1, 2), 197-228.
- OECD (2004). "Principles of Corporate Governance". *Organisation for Economic Co-operation and Development*. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

**22 Ensayos Revista de Economía**

- Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). "A survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Tosi, H. L., Shen, W. y Gentry, R. J. (2003). "Why outsiders on boards can't solve the Corporate Governance problem". *Organizational Dynamics*, 32(2), 180-192.
- Watkins, K., Spronk, J. y van Dijk, D. (2006). "Corporate Governance and performance during the aftermath of the 1994 Mexican crisis". *EconoQuantum*, 2(2), 35-48.
- Watkins, K., Spronk, J. y van Dijk, D. (2009). "Corporate Governance and performance during normal and crisis periods: Evidence from an emerging market perspective". *International Journal of Corporate Governance*, 1(4), 382-399.
- Zingales, L. (1998). Corporate Governance. En Newman, P. (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. Nueva York, Estados Unidos de América: Macmillan.