

**Concentración de la propiedad y desempeño contable:
El caso latinoamericano.**

Por:
Julián Benavides

No. 4, Septiembre 2005

BORRADORES DE ECONOMÍA Y FINANZAS

Editor

Jhon James Mora

Jefe, Departamento de Economía

jjmora@icesi.edu.co

Asistente de edición

Stephanie Vergara Rojas

Gestión editorial

Departamento de Economía – Universidad ICESI

Contenido:

- 1.- Introducción
 - 2.- Muestra de datos
 - 3.- Variables
 - 4.- El modelo
 - 4.1.- Determinantes de la concentración de la propiedad
 - 4.2.- Determinantes del desempeño
 - 4.3.- Relaciones Simultáneas entre Desempeño y Concentración de la Propiedad
 - 5.- Resultados empíricos
 - 5.1.- Determinantes de la concentración de la propiedad
 - 5.2.- Determinantes del desempeño
 - 5.3.- Relaciones Simultáneas entre Desempeño y Concentración de la Propiedad
 - 6.- Conclusiones
 - 7.- Referencias
- ANEXOS

36 páginas

ISSN 1900-1568

Primera edición, septiembre de 2005

Concentración de la propiedad y desempeño contable El caso latinoamericano

Julián Benavides¹

Resumen: Este artículo estudia los efectos de la concentración de la propiedad sobre el desempeño contable en un panel de datos de 532 empresas entre los años 1999 y 2003 de cinco países latinoamericanos: Colombia, Brasil, Chile, Perú y Venezuela. Los resultados, en una aproximación que asume independencia entre las variables, soportan un efecto positivo de la concentración de la propiedad sobre el desempeño y un efecto, más débil, también positivo, del desempeño sobre la concentración de la propiedad. En un contexto de ecuaciones simultáneas, el efecto de la concentración de la propiedad en el desempeño se torna negativo, mientras que el efecto positivo del desempeño sobre la concentración de la propiedad se desvanece. La relación de la concentración de la propiedad con el desempeño sugiere un atrincheramiento de los accionistas controlantes que vulnera la competitividad de las empresas de los países de la muestra.

Abstract: This paper studies the effects of ownership concentration on the accounting returns for a panel of 532 publicly listed Latin-American firms between the years 1999 and 2003. The firms are from five countries: Colombia, Brazil, Chile, Peru and Venezuela. The results, for a model that assumes variables independence, indicate a positive effect of ownership concentration on performance, and an effect, weaker, but still positive of performance on the ownership concentration. Under an approach of simultaneous equations, the effect of ownership concentration on performance is negative, and the effect of performance on ownership concentration, vanishes. The relationship between ownership concentration and performance suggests an entrenchment effect of controlling shareholders that hinders the competitiveness of the sampled firms.

Palabras claves: Concentración de la propiedad, desempeño de las empresas, gobierno corporativo, datos de panel.

Clasificación JEL: G32, O54

¹ Profesor del Departamento de Finanzas de la Universidad Icesi.

1.- Introducción

Los estudios sobre el efecto de la concentración de la propiedad en el desempeño de las firmas son una línea de investigación recurrente en la literatura sobre gobierno corporativo. Smith (1776), describe el conflicto de intereses entre los propietarios (principales) y los administradores (agentes), cuando menciona la falta de diligencia de estos cuando no son simultáneamente propietarios. Jensen y Meckling (1976), en su estudio seminal, dan forma a esta idea describiendo la inevitabilidad de los beneficios privados de control y de los costos de agencia, presentes en todas las empresas donde el gerente no sea propietario en un 100%. La contribución de Jensen y Meckling (1976) fue particularmente relevante en los EE.UU. dada la estructura dispersa de la propiedad que caracteriza las empresas que cotizan en bolsa en este país; una estructura que el libro de Berle y Means (1932) había definido como paradigmática de las firmas que cotizan en bolsa. Estudios recientes de la estructura de propiedad de empresas en contextos diferentes a los anglosajones (Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al. 1999), han demostrado que esta descripción es más bien la excepción de la regla. En Europa continental y América Latina, la regla parece ser la presencia de un accionista controlador, y el principal conflicto de agencia, la expropiación de los accionistas minoritarios.

Otros estudios teóricos sobre los efectos de la propiedad en el desempeño de las firmas han develado diferentes consecuencias de las previstas por Jensen y Meckling (1976). Stulz (1988) estudia los efectos de la concentración de la propiedad en manos del gerente frente a la posibilidad de una toma. Con baja concentración de la propiedad, la prima pagada por el potencial nuevo dueño es menor al valor óptimo. Al incrementarse la concentración, sube el valor de la prima; sin embargo, a altos niveles de concentración la posibilidad de una toma se desvanece, produciéndose el

atrincheramiento de la administración y los consecuentes efectos negativos sobre el desempeño de la firma. Los estudios empíricos de McConnell y Servaes (1990), Himmelberg et al. (1999); han encontrado evidencias que apoyan las conclusiones de Stulz (1988).

Shleifer y Vishny (1986), estudian el efecto de la presencia de accionistas con volúmenes importantes de propiedad sobre el nivel de expropiación. Su argumento predice que niveles substanciales de propiedad eliminan el problema de "free riding" que aqueja a los pequeños accionistas, dándoles suficientes incentivos para monitorear las acciones de los gerentes puesto que los beneficios de monitoreo exceden los costos asociados a este. Admati, Pfleiderer y Zechner (1994), son menos optimistas respecto a volúmenes importantes de propiedad concentrados en manos de accionistas no controlantes, pues su aversión al riesgo puede influenciar las acciones de la gerencia de forma negativa. Un costo adicional asociado a la presencia de grandes accionistas, es la posible reducción de la iniciativa gerencial dados los mayores niveles de monitoreo y control que ejercerán estos accionistas (Burkart, Gromb, y Panunzi, 1997). Según esta línea de razonamiento, una estructura de propiedad dispersa señalaría un compromiso para no ejercer demasiado control. Un factor adicional que afecta estas relaciones de agencia es el entorno legal; la estructura de propiedad dispersa de las empresas puede no ser una característica estable cuando el nivel de protección al inversionista es bajo, puesto que esta condición da origen a beneficios privados de control significativos que pueden ser apropiados cuando el control sobre la firma es sólido, lo cual implica mayor concentración de la propiedad (Bebchuk, 1999).

El predominio de estructuras de propiedad concentradas alrededor del mundo ha sido ampliamente documentado: Claesens et al. (2000), estudian la estructura de propiedad de ocho economías del este de Asia, encontrando alta concentración de la propiedad principalmente en manos de familias;

La Porta et al. (1999), cubren 27 países de alto ingreso, reportando una alta concentración de la propiedad, excepto en países con alto nivel de protección al inversionista y origen legal anglosajón.

Otra vertiente del estudio de las relaciones entre el desempeño y la concentración de la propiedad, plantea que estas no son observables, puesto que cada firma tendría una mezcla óptima de los diferentes mecanismos de gobierno y no podría hallarse ninguna relación estadísticamente significativa entre concentración de propiedad y desempeño para muestras transversales (Demsetz, 1983; Demsetz y Lehn, 1985; y Demsetz y Villalonga, 2002). La investigación aplicada de los efectos de la concentración de la propiedad sobre el desempeño, ha recogido los argumentos de Demsetz, reconociendo que existen relaciones endógenas entre los diferentes mecanismos de gobierno (Agrawal y Knoeber, 1996; entre otros).

En este artículo estudiamos las relaciones entre concentración de propiedad y desempeño para una muestra que cubre cinco años (1999-2003) de empresas latinoamericanas. En regresiones iniciales, que no tienen en cuenta la simultaneidad en la determinación de los mecanismos de gobierno, encontramos que la concentración de la propiedad afecta positivamente el desempeño. Consistente con los argumentos teóricos de Demsetz y Lehn (1985), se encuentra un fuerte efecto tipo U-invertida del riesgo sobre la concentración de la propiedad: inicialmente, mayores niveles de riesgo producen una mayor concentración de la propiedad para reducir los costos de agencia, pero cuando el riesgo es muy alto los propietarios reducen su inversión para reducir su exposición al riesgo. También se encuentra un efecto más débil y positivo del desempeño contable sobre la concentración de la propiedad; los buenos resultados parecen inducir a los propietarios a incrementar su propiedad sobre la empresa. Cuando un modelo simultáneo es considerado, las conclusiones cambian y el efecto de la concentración de la propiedad sobre el desempeño es negativo y estadísticamente

significativo; el modelo simultaneo parece señalar un efecto de atrincheramiento por los propietarios que reduce la competitividad de las empresas de Latinoamérica. En ese sentido, los esfuerzos de los legisladores para promover una estructura de propiedad más democrática son acciones en la dirección correcta; en tanto, la cotización de acciones en bolsa implique estructuras de propiedad más dispersas, los esfuerzos para facilitar y promover la emisión de acciones son también pasos positivos.

El artículo presenta inicialmente la fuente y naturaleza de los datos utilizados. En la sección 3, plantea las variables calculadas e incluidas en las regresiones. La sección 4 define la estructura de las regresiones y los argumentos teóricos que las sustentan para tres tipos: regresiones sobre la concentración de la propiedad, regresiones sobre el desempeño contable y regresiones de las dos anteriores en un contexto de ecuaciones simultáneas. La sección 5 presenta los resultados de nuestras pruebas; la sección 6 concluye.

2.- Muestra de Datos

Utilizando información de la estructura de propiedad para firmas no financieras listadas en sus respectivas bolsas de valores, reportadas en la base de datos Económica, se construyó un conjunto de datos financieros, expresados en miles de dólares, que cubre firmas de cinco países latinoamericanos entre los años 1999 y 2003. Firmas de los siguientes países fueron incluidas en el estudio: Colombia, Brasil, Chile, Perú y Venezuela; firmas de otros países debieron ser descartadas del estudio debido a que su estructura de propiedad no es reportada en la información pública entregada a las bolsas de valores y recopilada por Económica. El rango de tamaño en activos va desde 2.12 millones hasta 41,500 millones de dólares en activos.

Las variables usadas en el modelo se describen en la Tabla 1. Las estadísticas de las variables se presentan en la Tabla 2. Una correlación negativa interesante es el -0.24 y -0.15 entre apalancamiento, **DFAT**, y nivel de activos fijos, **AFAT**, respectivamente; con la rentabilidad de los activos; el endeudamiento y el porcentaje de activos fijos parecen afectar negativamente la rentabilidad. Otras correlaciones altas, 0.17 y 0.3, son las del riesgo, **DESVES**, y su cuadrado, con la rentabilidad sobre activos, **ROA**, lo que confirma en primera instancia el supuesto de mayor riesgo asociado con mayor rentabilidad. El riesgo, **DESVES** y **DEVES2**, está asociado negativamente al nivel de ventas, **LNVT** (-0.16 y -0.14, respectivamente); empresas con altos niveles de ventas son menos riesgosas. El número de empresas incluidas en el estudio es de 352, lo que genera 1548 firma-año observaciones y un panel de datos no balanceado.

Las partes c y d de la Tabla 2, presentan información por países y una prueba de medias respecto a la rentabilidad, **ROA**, y la sumatoria de los tres mayores accionistas. Brasil posee las empresas más

grandes y la mayor concentración accionaria. Las pruebas de medias, en principio, presentan evidencia de diferencias estructurales en la rentabilidad y concentración de la propiedad en cada país de la muestra.

3.- Variables

Concentración de la propiedad

Se utiliza el índice Herfindahl de concentración accionaria (Demsetz y Lehn, 1985): $HITOT = \sum_{i=1}^5 a_i^2$ donde a_i es el porcentaje de propiedad del accionista i . Dado el alto nivel de concentración de la propiedad en América Latina, este índice presenta una mayor variación que la suma simple de los porcentajes de propiedad.²

Desempeño

Diferentes estudios han utilizado la q de Tobin como una medida de desempeño financiero. Sin embargo, este índice pierde calidad cuando las acciones de las empresas no son transadas activamente. Adicionalmente, algunos autores han expresado que los retornos contables son mejores predictores de la supervivencia de las empresas que los valores de mercado (Mossman et al., 1998); más importante, Demsetz y Villalonga (2001) expresan que los retornos contables reflejan mejor los efectos de la propiedad que los valores de mercado. En este estudio, utilizaremos el retorno sobre los activos, **ROA**, y el retorno sobre el patrimonio, **ROE**, como indicadores de desempeño. Cabe destacar la mayor variabilidad de **ROE** y su equivalencia con **ROA** cuando se controla por apalancamiento.

Riesgo

El índice del riesgo de las empresas será la desviación estándar de **ROA**, **DESVES**, a través de los años de la muestra. También se usa el cuadrado del riesgo, **DESVES2**. De nuevo, no es factible utilizar medidas de riesgo con base en valores de mercado. Gebhardt et al. (2000) encuentran una

² El promedio de la suma de propiedad de los 5 mayores accionistas es 82% (76.7% para los 3 mayores) con un mínimo de 64% (64% para los 3 mayores).

asociación entre prima de riesgo y retornos contables, lo que provee sustento para esta medida de riesgo.

Tamaño de la firma

Como indicadores del tamaño de la empresa, utilizaremos el logaritmo natural de las ventas, **LNVT**, y el logaritmo natural de los activos, **LNAT**. El primero está más relacionado con el desempeño contable, mientras que el segundo está más relacionado con la estructura de propiedad.

Apalancamiento

Mediremos el nivel de deuda como la relación entre deuda financiera y activos, **DFAT**. Este es un indicador con una media de 18%, lo cuál indica un bajo nivel de apalancamiento promedio.

Activos tangibles

Un indicador de la capacidad discrecional del gerente, y de posibles costos de agencia, es el nivel de activos fijos netos sobre activos totales, **AFAT**.

Rentabilidad de las ventas

Una medida del poder de mercado de las empresas es su rentabilidad operacional, la cual medimos como la relación de ebit sobre ventas, **PEBITVT**. A mayor rentabilidad, mayor flujo de caja controlado por la administración. Esta es también una fuente posible de costos de agencia.

Crecimiento de las ventas

Una variable que puede influenciar el desempeño de la empresa es el crecimiento de las ventas. Esta variable de control se mide como el crecimiento promedio anual de las ventas en el periodo de muestra, **G**.

4.- El modelo

4.1.- Determinantes de la concentración de la propiedad

Demsetz y Lehn (1985) hipotetizan que la concentración de la propiedad es producto del riesgo del negocio, del tamaño del mismo, y de la industria a la que pertenece. El efecto del riesgo debería ser no-monotónico. Inicialmente, a mayor riesgo, mayor potencial de costos de agencia, puesto que la posibilidad de decisiones discrecionales del gerente es mayor, por lo que los propietarios incrementan óptimamente su porcentaje de propiedad. Sin embargo, niveles demasiado altos de riesgo, implican, en caso de alta concentración, una diversificación de riesgo sub-óptima, por lo que los propietarios reducen su participación. El efecto es entonces cóncavo, con niveles de concentración incrementándose con el riesgo hasta un punto donde la concentración se reduce.

El tamaño debe tener un efecto negativo en la concentración de la propiedad puesto que altos niveles de concentración, en grandes empresas, implican como en el caso anterior, niveles sub-óptimos de concentración de riesgo. Adicionalmente, a mayores tamaños, más probablemente se aplicarán limitaciones en el nivel de riqueza de los propietarios (Himmelberg et al. 1999; Demsetz y Lehn, 1985).

El efecto del apalancamiento sobre el desempeño se puede asociar, desde el punto de vista de la teoría de agencia, a un mecanismo de monitoreo alternativo sobre el gerente, por lo que el efecto debería ser negativo (Demsetz y Villalonga, 2002).

El crecimiento debería estar asociado negativamente a la concentración de la propiedad puesto que los propietarios utilizarían el incremento de riqueza para balancear sus portafolios; es posible que

después de periodos de crecimiento las condiciones de venta sean mejores. Alternativamente, desde el punto de vista de la teoría de agencia, mayor crecimiento implica mayor discrecionalidad en los gastos por parte de los gerentes; esto sugiere una relación positiva entre crecimiento y concentración de la propiedad para limitar esta discrecionalidad.

Los activos tangibles son más fácilmente monitoreados que los intangibles, por lo que el nivel de estos, **AFAT**, debería estar negativamente asociado con la concentración de la propiedad (Gertler y Hubbard, 1989). Otra medida del nivel de gasto discrecional por el gerente es la rentabilidad de las ventas, **PEBITVT**, la cual también puede señalar el poder de mercado de la empresa; lo que implicaría una relación positiva entre la concentración de la propiedad y **PEBITVT** (Himmelberg et al., 1999).

El desempeño contable de la firma es también un incentivo sobre las acciones de los propietarios y sus incentivos para mantener la propiedad (Demsetz y Villalonga, 2002). Argumentos que sustentan efectos positivos o negativos son plausibles: mayor retorno podría posibilitar un incremento de la concentración para aprovechar los beneficios, posiblemente privados, que genera el negocio o, una reducción para optimizar el nivel de riesgo. El resultado, finalmente, es un asunto empírico.

La ecuación implícita en las regresiones sobre la concentración de la propiedad es la siguiente, con los signos esperados entre paréntesis:

Variable dependiente:

Concentración de la propiedad

VARIABLES explicativas:

- a. Riesgo, DESVES (+), y el cuadrado, DESVES2 (-).
- b. Tamaño de la empresa como el logaritmo natural de los activos, LNAT (-).
- c. Apalancamiento, DFAT (-).
- d. Intensidad de los activos, AFAT (-).
- e. Crecimiento, G (?).
- f. Rentabilidad de las ventas, PEBITVT (+)
- g. Desempeño contable, ROA (+?), ROE (+?).

4.2.- Determinantes del desempeño

Los estudios sobre los efectos de la concentración accionaria sobre el desempeño son numerosos; partiendo del famoso estudio de Berle y Means (1932) sobre las grandes compañías estadounidenses hasta estudios recientes sobre país emergentes (Joh, 2003; Lins, 2003).

Las razones teóricas del efecto de la concentración de la propiedad sobre el desempeño, están relacionadas con la teoría de agencia. En principio, a mayor concentración en manos del gerente, menores conflictos de agencia y por ende mejor desempeño (Jensen y Meckling, 1976). Desde el punto de vista de los accionistas controlantes el efecto es también positivo puesto que una mayor concentración se asocia a una mayor capacidad de monitoreo sobre el gerente; sin embargo, el efecto sobre los accionistas minoritarios, al incrementarse la capacidad de expropiación, puede dar lugar a un efecto negativo (La Porta et al., 2002). Por otra parte, dado que la expropiación es siempre costosa, a mayor concentración menores incentivos para la expropiación (Shleifer y Wolfenson, 2002).

También existen aportes teóricos que asocian una alta concentración con un bajo desempeño. Debido a que una alta concentración puede implicar atrincheramiento por los controladores que pueden no estar ya sujetos a las fuerzas del mercado (Stulz, 1988), una reducción en la iniciativa del gerente por excesivo monitoreo (Burkart, Gromb, y Panunzi, 1997); o una excesiva aversión al riesgo (Admati, Pfleiderer y Zechner, 1994). Finalmente, no debe olvidarse que Demsetz (1983) plantea que los efectos de la concentración de la propiedad sobre el desempeño no son observables.

El riesgo del negocio también debe estar asociado con su rentabilidad, como lo supone la teoría clásica de las finanzas (Sharpe, 1964), puesto que los inversionistas demandan mayor retorno al asumir más riesgo. En nuestro caso, incluimos el cuadrado del riesgo, **DESVES2**, para develar posibles asociaciones no-monotónicas.

Tamaño, el logaritmo del nivel de ventas, también afecta el desempeño contable en forma positiva, dada la asociación entre escala de negocios y eficiencia. El efecto del apalancamiento financiero sobre el desempeño también ha sido estudiado ampliamente. Myers (1984), sugiere una asociación negativa entre el apalancamiento y el desempeño, debido a un problema de selección adversa ("pecking order theory"). Los incentivos sobre los gerentes relativos al incremento del riesgo debido a un mayor apalancamiento también suponen una relación negativa.

El crecimiento en las ventas debe estar asociado positivamente al desempeño, puesto que firmas que crecen más pueden tener mejores oportunidades de inversión que firmas que crecen menos (La Porta et al., 2002). Sin embargo, Jensen (1993) expresa, y provee información que lo documenta, gran incredulidad a este respecto.

Variables como el nivel de activos fijos, **AFAT**, y la rentabilidad de las ventas, **PEBITVT**, también se asocian a la rentabilidad puesto que están relacionadas con la naturaleza de los negocios y con el poder de mercado de la firma, respectivamente. Es plausible esperar una asociación negativa con **AFAT**, por la alta competitividad que caracteriza a los mercados donde este tipo de firmas operan; dado que el desempeño basado en activos tangibles es más fácil de replicar que el desempeño sobre activos no tangibles, cualquier exceso de activos fijos sería un signo de menor desempeño. Adicionalmente, Klapper y Love (2002) sugieren que las estructuras de control de empresas con alto porcentaje de activos tangibles pueden no tener los incentivos para efectuar un buen control, dada la facilidad de monitoreo, lo que también sugiere un efecto negativo del nivel de activos fijos, **AFAT**, sobre el desempeño. En el caso de **PEBITVT**, se presenta la misma dualidad en los argumentos que explican su asociación con el desempeño: firmas con alto retorno en ventas, deben tener buen desempeño; por otro lado, los costos de agencia asociados con un flujo de caja superior, pueden apuntar a una relación negativa.

La ecuación implícita en las regresiones sobre el desempeño es la siguiente, con los signos esperados entre paréntesis:

Variable dependiente:

Desempeño

Variables explicativas:

- a. Concentración de la propiedad, HITOT (+?).
- b. Riesgo, DESVES (+?), y el cuadrado DESVES2 (+?).
- c. Tamaño de la empresa como el logaritmo natural de las ventas, LNVT (+).
- d. Apalancamiento, DFAT (-).
- e. Intensidad de los activos, AFAT (-).

- f. Crecimiento, g (+?).
- g. Rentabilidad de las ventas, $PEBITVT$ (+)

4.3.- Relaciones Simultáneas entre Desempeño y Concentración de la Propiedad

Existen razones teóricas de peso (Demsetz, 1983) que implican la endogeneidad de la concentración de la propiedad y el desempeño. Con el propósito de indagar en este aspecto, que plantea relaciones de simultaneidad entre nuestras variables, procederemos a probar el siguiente modelo de ecuaciones simultaneas:

$$ROA_{it} = \hat{\alpha} + \hat{\mu}_i + \hat{\gamma}_1 HITOT + \hat{\beta}_1 LNVT_{it} + \hat{\beta}_2 DFAT_{it} + \hat{\beta}_3 g_i + \hat{\beta}_4 AFAT_{it} + \hat{\beta}_5 PEBITVT_{it} + DUMMIES + \hat{\varepsilon}_{it}$$

$$HITOT_{it} = \hat{\alpha} + \hat{\mu}_i + \hat{\gamma}_1 ROA + \hat{\beta}_1 DESVES_i + \hat{\beta}_2 DESVES2_i + \hat{\beta}_3 LNAT_{it} + \hat{\beta}_4 G_i + \hat{\beta}_5 PEBITVT_{it} + DUMMIES + \hat{\varepsilon}_{it}$$

Los supuestos del modelo implican que el riesgo y los activos de la firma afectan el desempeño a través de los incentivos de los propietarios (Demsetz y Lehn, 1985; Himmelberg et al. 1999). Los argumentos teóricos que ligan el apalancamiento con el desempeño (Myers, 1984) a través del argumento de selección adversa de firmas con bajo desempeño buscando financiación externa, dado el problema que el mercado enfrenta para identificar las buenas firmas, han sido bien establecidos en el tiempo. Por otro lado, el poder de monitoreo de los bancos y acreedores es cuestionable; primero, el poder de monitoreo de los tenedores de bonos es muy bajo (muchos de ellos tienen garantías); segundo, dada la dimensión de las relaciones entre los bancos y las firmas, establecer un monitoreo alternativo por los bancos es difícil. Adicionalmente, Helliwell (2000) argumenta que la protección de los intereses de los bancos a través de los colaterales reduce los incentivos de los bancos para monitorear. Adicionalmente, como puede observarse en la Tabla 4, el efecto del apalancamiento sobre la concentración de la propiedad esta lejos de ser significativo. Los

activos tangibles afectan el desempeño directamente (en vez de la concentración de la propiedad), cualquier exceso de activos tangibles señalaría un desempeño inferior. El modelo también supone un efecto directo de las ventas sobre el desempeño, independiente del efecto de los activos sobre la propiedad. El nivel de ventas esta positivamente asociado al desempeño, mientras que el efecto de los activos sobre el desempeño es indirecto. Sin embargo, el tamaño de los activos está claramente relacionado con limitaciones en la riqueza de los propietarios y sus incentivos para mantener la propiedad (diversificación de riesgo suboptima).

Finalmente, el crecimiento de las ventas, G , y el retorno de las ventas, $PEBITVT$, afectan ambas variables directamente; en el caso del desempeño, porque G es un indicador de las oportunidades de inversión y $PEBITVT$ es en sí una medida de rentabilidad; y en el caso de la propiedad porque son indicadores del poder discrecional de los administradores o de los incentivos de los propietarios.

5.- Resultados empíricos

Las regresiones se efectúan utilizando paneles no balanceados con efectos aleatorios a nivel de firma. La elección de efectos aleatorios versus efectos fijos a nivel de firma se justifica por varias razones: 1) Los efectos fijos son apropiados cuando n es relativamente pequeño y t es relativamente grande, lo cual no aplica para la muestra; 2) Los efectos aleatorios asumen que la firmas son una muestra aleatoria de una población mucho mayor con una media constante, expresada en el intercepto, lo que puede decirse representa mejor la muestra; 3) nuestras medidas de riesgo, **DESVES**, crecimiento, **G**, dummies de países y de industria, sólo pueden utilizarse en paneles con efectos aleatorios porque los efectos fijos no pueden incluir covariables que sean constantes dentro de las unidades.

5.1.- Determinantes de la Concentración de la Propiedad

Las regresiones sobre concentración de la propiedad, sin considerar la endogeneidad, se reportan en la Tabla 3. El R cuadrado ajustado es de .20 para las dos regresiones reportadas. El efecto de la rentabilidad es positivo en ambos casos, pero estadísticamente significativo (5%) solo para la ecuación 1 (10%), donde la variable de desempeño es **ROA**. El efecto del riesgo sobre la concentración de la propiedad tiene la forma de U-invertida, estadísticamente significativo (1%) para las dos especificaciones, con un máximo alrededor de una desviación estándar de 55%³. El resultado es coherente con la hipótesis de Demsetz y Lehn (1985). Los propietarios incrementan su nivel de propiedad con el riesgo, debido a la mayor discrecionalidad del gerente, que puede

³ Máximo = $-\frac{\beta_{desves}}{2\beta_{desves2}}$

mimetizar los costos de sus malas decisiones, entre un entorno cambiante, hasta que el nivel de riesgo es demasiado alto.

El efecto de los activos es consistente con los argumentos teóricos anotados previamente y significativo (1%) para ambas especificaciones. A mayor tamaño, es menos eficiente mantener una alta concentración de la propiedad, dados los niveles sub-óptimos de diversificación del riesgo y las limitaciones en la riqueza de los propietarios. Un argumento que complementa los anteriores, se refiere a que a mayor tamaño de una firma, menor es el nivel de propiedad requerido para poder controlarla. Para una firma promedio en activos (US 772 millones) un incremento en sus activos de US 100 millones reduciría la medida de concentración de la propiedad en 0.0028%, manteniendo todo lo demás constante.

Ninguna otra variable es significativa aunque: 1) El signo del coeficiente del crecimiento, **G**, soporta la hipótesis de un aprovechamiento del crecimiento para desinvertir en la firma y lograr una mejor distribución del riesgo; 2) El signo de los activos tangibles, **AFAT**, también soporta la hipótesis de menor necesidad de monitoreo a mayor nivel de estos activos. El signo de **PEBITVT** no tiene el signo esperado (+), quizá porque el poder de mercado que ésta medida implica les da a los propietarios algún poder de monitoreo que reduce sus incentivos para mantener su inversión. La variable "dummy" que identifica a Brasil es estadísticamente significativa al 1%, y confirma que este país presenta una mayor concentración de la propiedad, aún considerando las demás variables.

5.2.- Determinantes del desempeño

Las regresiones del desempeño, sin considerar la endogeneidad, se reportan en la Tabla 4. El R cuadrado ajustado es de 0.30 para la especificación 1, donde la variable dependiente es **ROA**, y

0.11 para la especificación 2, donde la variable dependiente es **ROE**. El modelo estudiado claramente describe mejor las variaciones de **ROA**, lo cual no es sorprendente dada la alta variabilidad de **ROE** y su dependencia de los ajustes contables que las firmas realizan año por año.

El efecto de la concentración de la propiedad es estadísticamente significativo para ambas especificaciones (5%). Cuando la concentración de la propiedad es tratada como una variable exógena, su signo parecería confirmar la hipótesis de reducción de la expropiación por los accionistas controladores, cuando se incrementan sus derechos de propiedad (La Porta et al., 2002). En este punto, la alta concentración parece favorecer la creación de valor.

El riesgo, a diferencia de las regresiones previas, tiene un efecto en forma de U, estadísticamente significativo (1%), sobre el desempeño contable, con un mínimo en 36% (en desviaciones estándar de **ROA**) para **ROA** y 56% para **ROE**. A diferencia de lo que predice la teoría, la asociación entre riesgo y retorno no es monotónica.

La correlación positiva reportada en la Tabla 2, sección b, no se confirma en esta última prueba. Para bajos niveles de riesgo, mayor riesgo implica menores retornos, la hipótesis del CAPM (Sharpe, 1964) solo funciona para altos niveles de riesgo. Aunque nuestra medida de riesgo es rudimentaria, es probable que afecte los incentivos de los propietarios más que el riesgo de los retornos de mercado, especialmente en países con mercados de baja liquidez, donde la propiedad está altamente concentrada. Adicionalmente, nuestra medida de desempeño es diferente de los retornos esperados de mercado para una inversión dada, porque es el resultado de una interacción dinámica entre las fuerzas del mercado, las características de la firma y sus mecanismos de gobierno.

Las ventas están positivamente asociadas (1%) con el retorno sobre los activos, pero no con el retorno sobre patrimonio, aunque el signo es el esperado y la magnitud es similar a la de la especificación 1. La eficiencia del tamaño (e.g. economías de escala) sí parece ayudar al desempeño, al menos desde el punto de vista de los activos.

El efecto del apalancamiento es negativo y estadísticamente significativo (1% y 5% para la especificación 1 y 2, respectivamente); su magnitud es casi el doble para el retorno sobre el patrimonio. La evidencia parece confirmar la hipótesis de "selección adversa" (Myers, 1984), y la toma de riesgo excesiva por parte de los controladores, cuando el apalancamiento es alto, lo que reduce el incentivo para las firmas de buen desempeño de tomar deuda adicional.

El efecto del crecimiento, **G**, y la rentabilidad de las ventas, **PEBITVT**, no es estadísticamente significativo, aunque los signos de los coeficientes son los esperados. El nivel de activos, **AFAT**, es negativo en ambos casos pero solo estadísticamente significativo para la especificación 1 (1%). Esto sugiere que el desempeño basado en activos tangibles es más fácilmente replicado que el desempeño basado en activos no tangibles; los activos físicos no son una ventaja competitiva en los tiempos actuales. Finalmente, los coeficientes positivos y significativos (1% y 5% para **ROA** y **ROE** respectivamente) de las variables "dummy" que identifican a Brasil y Chile indican una mayor rentabilidad de las empresas de estos países durante los años incluidos en la muestra; alternativamente, estos coeficientes podrían incorporar el efecto de estándares contables diferentes para los países dentro de la muestra.

5.3.- Relaciones Simultáneas entre Desempeño y Concentración de la Propiedad

- Efectos sobre el desempeño

Cuando se tiene en cuenta la simultaneidad de la determinación de la concentración de la propiedad y el desempeño, las conclusiones se alteran radicalmente. Los resultados sobre el desempeño contable se reportan en la Tabla 5. El R cuadrado desciende sensiblemente hasta 0.08 (ROA) y 0.02 (ROE).

El efecto de la concentración de la propiedad sobre el desempeño es ahora negativo en ambas especificaciones (10% de nivel de significancia), lo que sugiere un efecto de atrincheramiento (Stulz, 1988); un nivel de riesgo menor al óptimo (Admati, Pfleiderer y Zechner, 1994); o la reducción de iniciativa gerencial (Burkart, Gromb and Panunzi, 1997). Dado que para los países en la muestra los accionistas controladores están usualmente involucrados activamente en la administración, los dos primeros argumentos tienen más sentido.

El fuerte efecto del riesgo se transfiere ahora a la concentración de la propiedad, cuyo coeficiente se incrementa en una magnitud de 7 para el caso de la especificación 1 (ROA) y en una magnitud de 4 para el caso de la especificación 2 (ROE). En el caso de la especificación 1 (ROA), todos los coeficientes significativos de la ecuación independiente siguen siéndolo aunque su magnitud es menor y, en algunos casos, se reduce su nivel de significancia: el coeficiente de tamaño de ventas, LNVT, pasa a un nivel de 10%. En el caso de la especificación 2 (ROE), sucede algo similar, solamente el coeficiente de apalancamiento, DFAT, reduce su nivel de significancia a 10%.

La importancia de las variables "dummy" por país se refuerza en este contexto y demuestra la existencia de condiciones estructurales que afectan la rentabilidad de las empresas de cada país.⁴

- Prueba de Simultaneidad

Una versión de la prueba de Hausman (Gujarati, 1995) es utilizada para analizar si el enfoque endógeno es apropiado para la muestra. El procedimiento sigue los siguientes pasos: 1) Obtención de los residuos de una regresión de **HITOT** sobre las variables exógenas; 2) Una regresión del desempeño siguiendo la ecuación 1, asumiendo no simultaneidad, más los residuos. Si el coeficiente de los residuos es estadísticamente diferente de cero, la hipótesis de independencia se rechaza. La magnitud y significancia de tal coeficiente se reporta en la Tabla 5 como Hausman. Para ambos, **ROA** y **ROE**, la significancia del coeficiente de los residuos es 1%, lo que sugiere la presencia de una relación endógena entre concentración de la propiedad y el desempeño contable.

- Efectos sobre la concentración de la propiedad

Los resultados sobre la concentración de la propiedad se reportan en la Tabla 6. La simultaneidad no afecta el R cuadrado de las nuevas regresiones de manera importante, el cual se mantiene en 0.20 para ambas especificaciones. La principal diferencia, es que para la especificación con simultaneidad, el efecto del desempeño sobre la concentración de la propiedad ya no es significativo. Sin embargo, nuestra versión de la prueba de Hausman no rechaza la hipótesis de independencia, lo que deja el análisis anterior sin cambios.

⁴ Sin embargo este efecto también puede deberse a diferencias en los sistemas contables.

6.- Conclusiones

Este estudio presenta un análisis de las relaciones entre el desempeño contable y la concentración de la propiedad. Los resultados, bajo el supuesto de no-simultaneidad de las variables, confirman el efecto de alineación de incentivos a mayor concentración de la propiedad, lo que significa un mayor desempeño a mayor concentración. Una vez se toman en cuenta la simultaneidad de las variables, el efecto se revierte, lo que apunta a un efecto de atrincheramiento de los accionistas controlantes o demasiada ingerencia de los mismos. Regresiones buscando efectos no monotónicos, incluyendo la concentración de la propiedad al cuadrado como variable independiente, no sugieren la presencia de tal tipo de efecto. Pruebas con "dummies" para describir si la empresa pertenece al gobierno, a un grupo privado nacional o es extranjera, tampoco modificaron los resultados ni aportaron información adicional.

Contrario a las conclusiones de La Porta et al. (2002) y Claessens et al. (2002), los cuales usan la q de Tobin como medida de desempeño y no endogenizan la propiedad, los resultados de este estudio apuntan a un efecto negativo de la concentración de la propiedad. Este efecto puede deberse a nuestra elección de las variables instrumento, aunque las pruebas de Hausman no lo reportan. Lins (2003) estudia relaciones similares e incluye algunos de los países de esta muestra, aunque solo cubre un año (1997) y utiliza la q de Tobin como medida de desempeño. Este autor, realiza un estudio con variables instrumento para la diferencia entre flujos de caja y derechos de control para los administradores, sus resultados plantean una relación negativa entre el desempeño y este diferencial. Algunos autores (Himmelberg et al., 1999) mencionan que los paneles de datos resuelven parcialmente la endogeneidad, para explicar porqué en sus regresiones con efectos fijos

al nivel de firma, desaparece el efecto estadístico de concentración de la propiedad sobre el desempeño, el cual, incidentalmente, es también negativo.

Este estudio no hace diferencia entre bloques de control y bloques no controlantes, simplemente mide la magnitud estos bloques. Es poco común observar en los países de esta muestra, convivencia entre diferentes bloques de accionistas, si los hay, suelen ser de corta duración o el inicio de la consolidación de uno de los grupos. Es plausible que para los países latinoamericanos que componen esta lista, el efecto de la concentración de la propiedad sobre el desempeño contable sea negativo dadas las características de alta concentración y poca movilidad de la propiedad que los caracterizan, condiciones que preconfiguran el atrincheramiento y la excesiva ingerencia, lo que se convierte en un llamado para una mayor democratización accionaria de las empresas que cotizan en bolsa. La disponibilidad para realizar este tipo de acciones podría implicar una señal al mercado sobre la reducción de los beneficios privados de control por parte de los accionistas controlantes y mejoraría los niveles de diversificación de riesgo de nuestros países.

7.- Referencias

- Admati, Anat R., Paul Pfleiderer y Josef Zechner (1994), "Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, 102, 1097-1130.
- Agrawal Anup y Charles Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Bebchuk, Lucian (1999), "A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control", NBER, working paper No. 7203.
- Berle, Adolf A. y Gardiner C. Means (1932). *The Modern Corporation and private property*, reimpression de 1991. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers.
- Burkart, Michael, Denis Gromb y Fausto Panunzi (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 112, 693-728.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan y Larry H. P. Lang (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *Journal of Financial Economics*, 57, 2741-2771.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Larry H. P. Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Demsetz, Harold (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, Harold y Kenneth Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *The Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Demsetz, Harold y Belén Villalonga (2002), "Ownership Structure and Corporate performance", Working paper.

- Gebhardt, William, Charles Lee, Bhaskaran Swaminathan (2001), "Toward an Implied Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 39, 135-176.
- Gertler, Mark y R. Glenn Hubbard (1989), "Financial Factors in Business Fluctuations", NBER, working paper, No. 2758.
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, 3rd edition. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Gujarati, Damodar N., 1995, *Basic Econometrics*, 3rd edition. New York, New York: McGraw-Hill, Inc.
- Hellwig, Martin, 2000, *On the economics politics of corporate finance and corporate control*, *Corporate Governance*, Ed. Xavier Vives. New York: Cambridge University Pres.
- Himmelberg, Charles, R. Glenn Hubbard y Darius Palia (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, 53, 353–384.
- Jensen, Michael y William Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jensen, Michael C. (1993), "Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Joh, Sung Wook (2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics*, 68, 287–322.
- Klapper, Leora F. e Inessa Love (2002), "Corporate Governance: Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *World Bank Policy Research*, working paper No. 2818.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes y Andrei Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54, 471-518.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, 67, 1147-1170.
- Lins, Karl V. (2003), "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38,159-184.
- McConnell, John C. y Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mossman, Charles E., Geoffrey G. Bell, L. Mick Swartz y Harry Turtle (1998), "An Empirical Comparison of Bankruptcy Models", *Financial Review*, 33, 35-54.
- Myers, Stewart. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Sharpe, William, 1964, *Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Shleifer, Andrei y Robert Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, Andrei y Robert Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance" *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer, Andrei y Daniel Wolfenson (2002), "Investor Protection and Equity Markets", *Journal of Financial Economics*, 66, 3-27.
- Smith, Adam (1776). *La Riqueza de las Naciones*, reimpresión de 1996. España: Alianza Editorial.
- Stulz, René. M. (1988), "On Takeover Resistance, Managerial Discretion, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.

ANEXOS

Tabla 1. Descripción de Variables.

variable	description
ROA	net income on assets
ROE	net income on equity
HITOT	sum of the squares of 5 largest shareholdings
LNVT	log of sales
LNAT	log of total assets
DFAT	financial liabilities on assets
AFAT	net fixed assets on total assets
PEBITVT	ebit on sales
G	average of yearly annual growth in sales
DESVES	standard deviation of roa
DESVES2	variance of roa
AT	total assets, US thousands
VT	total sales, US thousands

Tabla 2. Estadísticas de las variables del modelo.

a. Estadística descriptiva

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	1,548	0.053	0.103	-0.663	2.458
ROE	1,548	0.070	0.528	-11.014	8.139
HITOT	1,548	0.431	0.293	0.000	1.000
LNVT	1,548	11.140	1.809	3.219	17.097
DFAT	1,548	0.180	0.165	0.000	0.940
G	1,548	0.063	0.190	-0.488	1.873
AFAT	1,548	0.396	0.286	0.000	4.120
PEBITVT	1,548	0.025	1.818	-62.520	8.672
DESVES	1,548	0.041	0.074	0.001	1.402
DESVES2	1,548	0.007	0.088	0.000	1.967
LNAT	1,548	11.999	1.627	7.660	17.541
AT	1,548	772,365	2,936,255	2,122	41,500,000
VT	1,548	329,259	1,309,430	25	26,600,000

b. Matriz de correlaciones

	ROA	ROE	HITOT	LNVT	LNAT	DFAT	AFAT	PEBITVT	G	DESVES
ROA	1									
ROE	0.458	1								
HITOT	0.0494	0.0631	1							
LNVT	0.0584	0.0213	-0.0016	1						
LNAT	0.0333	0.014	-0.0396	0.7584	1					
DFAT	-0.2443	-0.0907	0.0212	0.1152	0.1125	1				
AFAT	-0.1498	-0.0591	0.0892	0.1116	-0.0008	0.1801	1			
PEBITVT	0.0171	-0.0011	-0.0461	0.2217	0.0381	0.011	0.0758	1		
G	0.0727	0.0726	-0.0754	0.1029	0.0842	-0.0027	-0.0205	0.062	1	
DESVES	0.1732	-0.0265	0.005	-0.1636	-0.1418	-0.0443	-0.057	-0.0689	-0.0516	1
DESVES2	0.301	0.0729	-0.033	-0.1445	-0.081	-0.0432	-0.0534	-0.0551	-0.0253	0.8845

c. Información por país

Código	País	Datos	Promedio activos totales	Promedio % propiedad 3 acc. mayores	Promedio roa
1	Brasil	595	1,417,959	81.3	7.6%
2	Chile	338	530,312	71.9	7.4%
3	Colombia	104	341,687	59.6	3.2%
4	Perú	434	170,194	79.1	2.2%
5	Venezuela	77	821,951	72.3	-2.8%
	Total/Promedio	1548	772,365	76.7	5.3%

d. Prueba de medias para ROA y de medias para sumatoria de los tres mayores accionistas

La Tabla presenta una prueba de medias de dos colas para la rentabilidad, ROA, suponiendo varianzas disimiles y ninguna diferencia en su valor. Los asteriscos representan los niveles de significancia: * es 1 por ciento; ** es 5 por ciento; *** es 10 por ciento.

ROA

	Brasil	Chile	Colombia	Perú
Chile	0.31			
Colombia	4.51 *	4.72 *		
Perú	8.09 *	9.63 *	0.97	
Venezuela	6.76 *	6.87 *	3.53 *	3.29 *

SUMATORIA DE LOS TRES MÁS GRANDES ACCIONISTAS

	Brasil	Chile	Colombia	Perú
Chile	7.04 *			
Colombia	9.53 *	5.08 *		
Perú	1.57	(4.46) *	(7.95) *	
Venezuela	3.74 *	(0.16)	(4.03) *	2.64 *

Tabla 3. Determinantes de la concentración de la propiedad.

Las regresiones se realizan utilizando una especificación de efectos aleatorios a nivel de firma para paneles de datos; se incluyen "dummies" para 19 sectores industriales, los 5 años de la muestra y los 5 países estudiados, las únicas reportadas son las variables "dummies" asociadas a los países. Los números en itálica a la derecha de los coeficientes son los valores P de una prueba de dos colas. Los asteriscos representan los niveles de significancia: * es 1 por ciento; ** es 5 por ciento; *** es 10 por ciento. Los números bajo los coeficientes son los errores estándar. La definición de las variables es la de la Tabla 1. La variable dependiente en ambas especificaciones es HITOT, un índice herfindahl de la concentración accionaria. En la especificación 1 la variable asociada a desempeño es la utilidad después de impuestos sobre los activos, ROA; para la especificación 2 la variable asociada a desempeño es la utilidad después de impuestos sobre el patrimonio, ROE.

DEPENDENT VARIABLE	HITOT			
	1. ROA		2. ROE	
PERFORMANCE	Coef.	<i>P>z</i>		
	Std. Err.			
PERFORMANCE	0.07071	<i>0.048</i> **	0.00362	<i>0.561</i>
	0.03572		0.00622	
DESVES	1.23021	<i>0.003</i> *	1.19410	<i>0.004</i> *
	0.41479		0.41278	
DESVES2	-1.13431	<i>0.001</i> *	-1.08474	<i>0.001</i> *
	0.32945		0.32717	
LNAT	-0.02258	<i>0.009</i> *	-0.02208	<i>0.010</i> *
	0.00861		0.00858	
DFAT	0.01283	<i>0.720</i>	0.00327	<i>0.927</i>
	0.03578		0.03552	
G	-0.09195	<i>0.184</i>	-0.09167	<i>0.183</i>
	0.06921		0.06888	
AFAT	-0.02230	<i>0.474</i>	-0.02661	<i>0.392</i>
	0.03114		0.03107	
PEBITVT	-0.00269	<i>0.126</i>	-0.00259	<i>0.143</i>
	0.00176		0.00176	
DBRAZIL	0.19080	<i>0.004</i> *	0.19540	<i>0.003</i> *
	0.06550		0.06512	
DCHILE	0.02804	<i>0.694</i>	0.03323	<i>0.639</i>
	0.07120		0.07078	
DCOLOMBIA	-0.11030	<i>0.182</i>	-0.10944	<i>0.183</i>
	0.08269		0.08226	
DPERU	0.11071	<i>0.109</i>	0.11485	<i>0.095</i> ***
	0.06916		0.06877	
CONSTANT	0.56765	<i>0.000</i> *	0.56722	<i>0.000</i> *
	0.15058		0.14995	
adj. R ²	0.2049		0.2039	
Obs.	1548		1548	

Tabla 4. Determinantes del desempeño contable

Las regresiones se realizan utilizando una especificación de efectos aleatorios a nivel de firma para paneles de datos; se incluyen "dummies" para 19 sectores industriales, los 5 años de la muestra y los 5 países estudiados, las únicas reportadas son las variables "dummies" asociadas a los países. Los números en itálica a la derecha de los coeficientes son los valores P de una prueba de dos colas. Los asteriscos representan los niveles de significancia: * es 1 por ciento; ** es 5 por ciento; *** es 10 por ciento. Los números bajo los coeficientes son los errores estándar. La definición de las variables es la de la Tabla 1. La variable dependiente para la especificación 1 es la utilidad después de impuestos sobre los activos, ROA; para la especificación 2 la variable dependiente es la utilidad después de impuestos sobre el patrimonio, ROE.

DEPENDENT VARIABLE	1. ROA		2. ROE	
	Coef. Std. Err.	<i>P</i> > <i>z</i>		
HITOT	0.02111 0.00992	0.033 **	0.13277 0.06256	0.034 **
DESVES	-0.56218 0.08659	0.000 *	-3.12396 0.55910	0.000 *
DESVES2	0.77203 0.07001	0.000 *	2.75614 0.44951	0.000 *
LNVT	0.00539 0.00189	0.004 *	0.00559 0.01204	0.642
DFAT	-0.14995 0.01675	0.000 *	-0.25031 0.10376	0.016 **
G	0.00834 0.01478	0.573	0.15498 0.09484	0.102
AFAT	-0.03303 0.01097	0.003 *	-0.05181 0.06959	0.457
PEBITVT	0.00108 0.00128	0.396	0.00011 0.00745	0.988
DBRAZIL	0.08260 0.01366	0.000 *	0.21510 0.08789	0.014 **
DCHILE	0.09482 0.01454	0.000 *	0.23087 0.09375	0.014 **
DCOLOMBIA	0.02083 0.01698	0.220	-0.04503 0.10943	0.681
DPERU	0.06160 0.01415	0.000 *	0.10381 0.09103	0.254
CONSTANT	-0.00221 0.03089	0.943	-0.01378 0.19753	0.944
R ² ajus.	0.3012		0.1173	
Obs.	1548		1548	

Tabla 5. Determinantes del desempeño contable.

2-SLS, ecuaciones simultáneas

Las regresiones se realizan utilizando una especificación de efectos aleatorios (Baltagi) a nivel de firma para paneles de datos con variables instrumentales; se incluyen "dummies" para 19 sectores industriales, los 5 años de la muestra y los 5 países estudiados, y la muestra de años (1999-2003), las únicas reportadas son las variables "dummies" asociadas a los países. Los números en *itálica* a la derecha de los coeficientes son los valores P de una prueba de dos colas. Los asteriscos representan los niveles de significancia: * es 1 por ciento; ** es 5 por ciento; *** es 10 por ciento. Los números bajo los coeficientes son los errores estándar. La definición de las variables es la de la Tabla 1. La variable instrumentada es la concentración de la propiedad, HITOT. Los instrumentos son riesgo (DESVES), cuadrado del riesgo (DESVES2) y tamaño como el Log de los activos (LNAT) más todas las variables exógenas adicionales. La variable dependiente en la especificación 1 es la utilidad después de impuestos sobre los activos, ROA; para la especificación 2 la variable dependiente es la utilidad después de impuestos sobre el patrimonio, ROE. Una prueba de Hausman para diferencias no sistemáticas entre los efectos fijos y aleatorios también se reporta, un valor significativo rechaza la hipótesis nula de no diferencias sistemáticas

DEPENDENT VARIABLE	1. ROA		2. ROE	
	Coef. Std. Err.	<i>P</i> > <i>z</i>		
HITOT	-0.15406 0.07954	<i>0.053</i> ***	-0.55910 0.31298	<i>0.074</i> ***
LNVT	0.00727 0.00411	<i>0.077</i> ***	0.00326 0.01600	<i>0.838</i>
DFAT	-0.14150 0.02529	<i>0.000</i> *	-0.20889 0.12451	<i>0.093</i> ***
G	-0.00998 0.03907	<i>0.798</i>	0.08991 0.13403	<i>0.502</i>
AFAT	-0.06455 0.02089	<i>0.002</i> *	-0.04308 0.08946	<i>0.630</i>
PEBITVT	0.00088 0.00135	<i>0.514</i>	-0.00047 0.00770	<i>0.951</i>
DBRAZIL	0.12435 0.03759	<i>0.001</i> *	0.41388 0.13011	<i>0.001</i> *
DCHILE	0.10705 0.03794	<i>0.005</i> *	0.32871 0.12757	<i>0.010</i> *
DCOLOMBIA	0.00243 0.04573	<i>0.958</i>	-0.04511 0.15536	<i>0.772</i>
DPERU	0.09355 0.03828	<i>0.015</i> **	0.24176 0.13112	<i>0.065</i> ***
CONSTANT	0.01174 0.08125	<i>0.885</i>	0.05242 0.29647	<i>0.860</i>
R ² ajus.	0.08980		0.0282	
Obs.	1548		1548	
Hausman	0.519308	<i>0.000</i> *	1.826063	<i>0.000</i> *

Tabla 6. Determinantes de la concentración de la propiedad

2-SLS, ecuaciones simultáneas

Las regresiones se realizan utilizando una especificación de efectos aleatorios (Baltagi) a nivel de firma para paneles de datos con variables instrumentales; se incluyen "dummies" para 19 sectores industriales, los 5 años de la muestra y los 5 países estudiados, y la muestra de años (1999-2003), las únicas reportadas son las variables "dummies" asociadas a los países. Los números en *italica* a la derecha de los coeficientes son los valores P de una prueba de dos colas. Los asteriscos representan los niveles de significancia: * es 1 por ciento; ** es 5 por ciento; *** es 10 por ciento. Los números bajo los coeficientes son los errores estándar. La definición de las variables es la de la Tabla 1. La variable instrumentada es la concentración de la propiedad, HITOT. Los instrumentos son riesgo (DESVES), cuadrado del riesgo (DESVES2) y tamaño como el Log de los activos (LNAT) mas todas las variables exógenas adicionales. La variable dependiente en la especificación 1 es la utilidad después de impuestos sobre los activos, ROA; para la especificación 2 la variable dependiente es la utilidad después de impuestos sobre el patrimonio, ROE. Una prueba de Hausman para diferencias no sistemáticas entre los efectos fijos y aleatorios también se reporta, un valor significativo rechaza la hipótesis nula de no diferencias sistemáticas

DEPENDENT VARIABLE	HITOT			
	1. ROA		2. ROE	
PERFORMANCE	Coef.	<i>P>z</i>		
	Std. Err.			
PERFORMANCE	0.07312	<i>0.701</i>	0.08016	<i>0.376</i>
	0.19016		0.09054	
DESVES	1.24597	<i>0.003 *</i>	1.40696	<i>0.004 *</i>
	0.42399		0.49270	
DESVES2	-1.14632	<i>0.001 *</i>	-1.27581	<i>0.002 *</i>
	0.35583		0.40515	
LNAT	-0.02172	<i>0.011 **</i>	-0.02217	<i>0.013 **</i>
	0.00858		0.00889	
G	-0.09666	<i>0.163</i>	-0.10670	<i>0.143</i>
	0.06929		0.07282	
PEBITVT	-0.00265	<i>0.138</i>	-0.00264	<i>0.155</i>
	0.00179		0.00186	
DBRAZIL	0.19329	<i>0.004 *</i>	0.17927	<i>0.012 **</i>
	0.06745		0.07132	
DCHILE	0.02983	<i>0.684</i>	0.01627	<i>0.832</i>
	0.07333		0.07688	
DCOLOMBIA	-0.10500	<i>0.204</i>	-0.10163	<i>0.233</i>
	0.08264		0.08521	
DPERU	0.11927	<i>0.087 ***</i>	0.11364	<i>0.115</i>
	0.06965		0.07211	
CONSTANT	0.54039	<i>0.000 *</i>	0.54769	<i>0.000 *</i>
	0.14906		0.15475	
adj. R ²	0.2063		0.2047	
Obs.	1548		1548	
Hausman	0.020071	<i>0.929</i>	-0.0329	<i>0.806</i>

RESUMEN "BORRADORES DE ECONOMÍA Y FINANZAS"

Número	Autor	Título	Fecha
1	Jhon J. Mora	El efecto de las características socio-económicas sobre la consistencia en la toma de decisiones: Un análisis experimental.	May-01
2	Julio C. Alonso	¿Crecer para exportar o exportar para crecer? El caso del Valle del Cauca.	Mar-05
3	Jhon J. Mora	La relación entre las herencias, regalos o loterías y la probabilidad de participar en el mercado laboral: EL caso de España, 1994-2000.	Jun-05
4	Julián Benavides	Concentración de la propiedad y desempeño contable: El caso latinoamericano.	Sep-05