

# INFLUENCIA DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN LAS DECISIONES DE ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Evidencia para un mercado emergente\*

*Felipe Araya Sepúlveda,  
Mauricio Jara Bertin,  
Carlos Maquieira Villanueva  
y Pablo San Martín Mosqueira\*\**

## RESUMEN

Este artículo analiza empíricamente la influencia de las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) como principales accionistas institucionales, sobre las decisiones de estructura de capital de la empresa chilena. Estos inversionistas pueden influir en la estructura de capital mediante distintos papeles como los de monitoreo a la gestión y de recopilación y transferencia de información al mercado. El análisis es desarrollado durante el periodo 2009-2011 para una muestra de 109 empresas chilenas que cotizan en la bolsa. Las AFP no sólo participan en el mercado accionario

\* *Palabras clave:* inversionista institucional, estructura de capital, mercado emergente. *Clasificación JEL:* G32. Artículo recibido el 12 de junio de 2014 y aceptado el 27 de agosto de 2014. Una versión previa del presente artículo fue presentada en Cladea 2014. Los autores agradecen las valiosas sugerencias de Paolo Saona (Saint Louis University), José Luis Ruiz (Universidad de Chile), José Olivares (Universidad de Chile), Erwin Hansen (Universidad de Chile) y de los dos dictaminadores anónimos de EL TRIMESTRE ECONÓMICO, así como los medios materiales que a nuestra disposición ha puesto el proyecto Fondecyt de Iniciación núm. 11110021.

\*\* Felipe Araya Sepúlveda, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile (correo electrónico: fearaya@fen.uchile.cl). Mauricio Jara Bertin, Departamento de Administración, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile (correo electrónico: mjara@unegocios.cl). Carlos Maquieira Villanueva, Área de Ingeniería Industrial, Escuela Universitaria de Ingeniería Industrial, Informática y Sistemas, Universidad de Tarapacá (correo electrónico: cmaquieira@uta.cl). Pablo San Martín Mosqueira, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad Católica de la Santísima Concepción (correo electrónico: psanmartin@ucsc.cl).

sino que también compiten por la deuda pública, por lo que nuestros resultados son relevantes al indicar la positiva influencia de este tipo de inversionistas en la contratación y emisión de deuda, particularmente la pública.

## ABSTRACT

This paper studies the influence of the AFPs, as major institutional investor, on the capital structure decision of the Chilean firm. These investors may influence the capital structure decision through different avenues; monitoring the firm's managers and transferring useful information to the capital market. The study considers a sample of 109 Chilean public companies in the period 2009-2011. The AFPs not only participate in the stock market but also in the bond market and therefore our results are new and relevant to explain how AFPs influence the capital structure decision. We find a positive relation between the participation of AFPs in the ownership structure of the firm and the leverage and it is also positively related to the public leverage.

## INTRODUCCIÓN

La literatura financiera ha demostrado estas dos últimas décadas que la propiedad de las empresas diverge de la definición tradicional propuesta por Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976). De facto, La Porta *et al.* (1999) demuestran que las estructuras de propiedad concentradas son bastante comunes alrededor del mundo. Con ello, el principal problema de agencia en este tipo de estructuras de propiedad es más bien referido a una dimensión horizontal, en el cual los conflictos de intereses se deben a relaciones entre accionistas mayoritarios o controladores y accionistas minoritarios (La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002), dado que los primeros tendrán la ventaja de gozar de ciertos beneficios privados derivados del control (Dyck y Zingales, 2004).

Esta situación se vuelve aún más relevante en economías emergentes, en las que por lo general la alta concentración de la propiedad y la mayor importancia de mecanismos internos de gobierno corporativo surgen como una respuesta natural al mayor grado de desprotección legal (Denis y McConnell, 2003; Brown *et al.*, 2011; Gugler *et al.*, 2014).

En lo referente al caso chileno, junto al menor grado de protección legal, la alta concentración de la propiedad viene también explicada por el pro-

ceso político impulsado por el gobierno militar en la década de 1980, en el que se propulsó un fenómeno denominado “capitalismo popular”, el cual consistió en un proceso de privatización de las empresas más importantes (Larraín y Vergara, 2000; Hachette, 2000; Buchuk *et al.*, 2014).<sup>1</sup> Esto ha permitido el surgimiento de estructuras de propiedad piramidales (Lefort y Walker, 2007; Majluf *et al.*, 1998; Lefort, 2003) vinculadas a grupos empresariales bien diversificados (Lefort y González, 2008; Khanna y Yafeh, 2007),<sup>2</sup> que permiten la generación de mercados de capitales internos en el interior de sus conglomerados (Buchuk, *et al.*, 2014).

Bajo este tipo de escenario, el papel que desempeñan los inversionistas institucionales en mercados de capitales pequeños resulta fundamental en el proceso de gobierno de la empresa. En el presente artículo se pretende esclarecer el papel que desempeñan los inversionistas institucionales, como accionistas minoritarios, en un entorno de propiedad concentrada como es el caso chileno. El artículo se centra sobre todo en un inversionista institucional específico, como es el caso de las AFP y el efecto que tiene su participación en la propiedad y en el directorio sobre la decisión de estructura de financiamiento y, en particular, el endeudamiento público.

La literatura financiera se ha enfocado en el grado de activismo de los inversionistas institucionales y las consecuencias financieras de dicho activismo. Esto ha sido medido generalmente mediante el grado de participación en la propiedad de las empresas y la persistencia de dicha participación. Por ejemplo, algunos trabajos verifican cómo la estabilidad de las participaciones en la propiedad por parte de inversionistas institucionales minoritarios inciden en las actividades de supervisión (Elyasiani y Jia, 2010); otros han analizado el efecto que tienen este tipo de inversionistas sobre los precios de los títulos (Gompers y Metrick, 2001). Por otra parte, trabajos como el de Ferreira y Matos (2008) sugieren que inversionistas institucionales más activos reducen las restricciones financieras y supervisan de manera adecuada las decisiones financieras de las empresas. Salvo algunos trabajos (Lefort y González, 2008; Lefort y Walker, 2007; Lefort, 2003), existe un vacío en la literatura financiera en el momento de analizar si las AFP, tan comunes en La-

<sup>1</sup> Algunos ejemplos de empresas que pasaron por este proceso son LAN (ahora LATAM), COPEC, INFORSA (ahora CMPC), Banco de Chile, Banco de Santiago (ahora Banco Santander), CTC (ahora Telefónica Chile), ENERSIS, IANSA, SOQUIMICH (Sociedad Química y Minera o SQM), entre otras.

<sup>2</sup> Khanna y Yafeh (2007) ponen de manifiesto que los grupos empresariales son bastante comunes en economías emergentes (por ejemplo, Chile, Brasil y Corea, entre otros), e inclusive en algunas economías desarrolladas (por ejemplo, Italia y Suecia).

tinoamérica, tienen alguna incidencia sobre las decisiones de finanzas corporativas de las empresas y, en especial, sobre las decisiones de endeudamiento.

Cabe señalar que los fondos de pensión desempeñan un importante papel en Latinoamérica. De acuerdo con el estudio de Acuña (2013), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) informa que para 2012 los fondos de pensión manejaban activos por 12.3% del PIB para el caso de México, 18.4% para Perú, 18.2% para Colombia y el 60% para Chile.<sup>3</sup> En el caso de este último país, entre 1981 y 2011, el PIB ha experimentado un crecimiento anual promedio en el periodo de 4.58%, del cual 0.37% es explicado por la creación e implementación del sistema de capitalización individual.

En Chile, la naturaleza e historia de las AFP han hecho que éstas desempeñen un papel fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales y en el gobierno corporativo. Desde la promulgación de la reforma al sistema de pensiones en 1981 (y sus sucesivas modificaciones), las AFP han sido llamadas a cumplir un papel preponderante en el buen funcionamiento del mercado. Esto, junto con el incremento del desarrollo y la profundidad del mercado de capitales en relación con la colocación bancaria,<sup>4</sup> ha impulsado a las AFP a ser uno de los inversionistas que presentan mayor grado de actividad en el mercado de capitales,<sup>5</sup> manteniendo participaciones en la propiedad en aproximadamente 45% de las empresas listadas en el mercado chileno y teniendo al menos un director independiente en 44% de las empresas en las cuales participan (Superintendencia de Pensiones, 2012).

Las AFP desempeñan un doble papel en el gobierno de la empresa y en asegurar que las decisiones financieras de las empresas sean eficientes. En pri-

<sup>3</sup> Las reformas al sistema de pensiones se formularon en el año 1993 para Perú, 1994 para Colombia, 1997 para México y 1981 para Chile, por lo que parte de las brechas de importancia relativa respecto del PIB se explican por el tiempo en que el sistema lleva operando.

<sup>4</sup> De acuerdo con la información entregada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), el patrimonio bursátil ha crecido en 309% entre los años 2002 y 2011, mientras que los volúmenes transados se han incrementado en 1025%. La profundización financiera, medida como la suma de los depósitos bancarios, pasivos hipotecarios, deuda pública interna, bonos de empresas y capitalización bursátil, aumentó desde 46% en 1981 hasta 276% en el 2011 como porcentaje del PIB. Finalmente, si bien es cierto que el desarrollo financiero se ha hecho latente en estas últimas décadas, el mercado de capitales chileno dista bastante de aquellos países desarrollados como es el caso de los Estados Unidos. No obstante, en términos de sofisticación es el mayor de Sudamérica (La Porta *et al.*, 1998; Beck *et al.*, 2008; Beck *et al.*, 2000; WEF, 2009, 2012), y ha experimentado mejoras significativas en términos de *scores* (WEF, 2009, 2012).

<sup>5</sup> De la información obtenida desde la página web de la SVS, en el 2012 las AFP mantienen sobre 6% del patrimonio total de las empresas y 41% de los bonos corporativos emitidos. Adicionalmente, las AFP participan en una importante porción de las transacciones efectuadas en el mercado bursátil chileno.

mer lugar, dada su posición como accionistas minoritarios con una porción significativa en la propiedad de las empresas en que invierten, las AFP cuentan con los mecanismos y los incentivos necesarios para tener a un miembro dentro del directorio de la empresa con la finalidad de incidir en la calidad de la información y de desempeñar un papel más activo en la supervisión de las decisiones financieras. En este sentido, las AFP tendrán los estímulos necesarios para incentivar a las empresas a divulgar información a fin de reducir las asimetrías de información con respecto al mercado, por lo cual un tipo de señal informativa puede venir representada por la emisión de deuda, y en especial de deuda pública. Este papel es consistente con la preocupación del regulador, que ha adoptado una serie de leyes y normativas, como la Ley de Gobiernos Corporativos (ley núm. 20.389 de 2009) y normativas que tienden a mejorar la transparencia informativa acerca de los directorios en términos de su constitución y operación (NCG-N°341 2012).

En segundo lugar, este incentivo se vuelve aún más latente si se considera que las AFP son los principales acreedores públicos en el mercado. Entonces, los incentivos a la emisión de información de calidad se vuelven aún más críticos. A esto hay que añadirle el papel de supervisores que cumplen algunos acreedores.

La presente investigación fue desarrollada para una muestra de 109 empresas no financieras chilenas que cotizaron en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el periodo 2009-2011. Los resultados dejan de manifiesto la influencia positiva que tiene este tipo de inversionista institucional en su faceta de accionista minoritario, así como cuando puede tener a uno de sus miembros en la dirección, en el mayor uso que pueda hacerse de la deuda, especialmente cuando se trata de deuda pública. En la primera sección se revisan los antecedentes y la literatura relevante, al tiempo que se plantean las hipótesis. En la segunda sección se describe la muestra, se definen las variables y la metodología. En la tercera sección se presentan y analizan los resultados. Por último, se resumen las principales conclusiones de este artículo.

## I. ANTECEDENTES, REVISIÓN DE LITERATURA E HIPÓTESIS

En 1981 fue promulgada la ley que creaba las AFP, instituciones privadas que gestionarían los aportes individuales que realizarían los trabajadores del país. Hasta entonces la recaudación previsional era realizada por el Es-

tado, que se encargaba de la administración de los recursos. A partir de ese año la gestión se traslada a entidades privadas, que reciben los aportes de los trabajadores y mediante inversiones en distintos instrumentos financieros, tanto a nivel nacional como internacional, buscan rentabilizar estos fondos. Este sistema de capitalización individual permite al aportante ir generando aquel monto que, llegado el momento de jubilación, le permita recibir una pensión. Ésta se establecerá en función de los aportes individuales del trabajador y de la rentabilidad generada producto de las estrategias de inversión seguidas por la administradora elegida por el aportante durante el tiempo.

Sucesivas leyes<sup>6</sup> han intentado salvaguardar los aportes de los chilenos creando las instancias para que las AFP no sólo participen del mercado accionario, sino también para evitar que no se produzcan problemas en las empresas en las que inviertan, de agencia por ejemplo, los cuales vayan en perjuicio de las inversiones realizadas por las AFP y, en definitiva, de los recursos de los trabajadores chilenos.

### *1. Antecedentes: AFP y mercado de capitales en Chile*

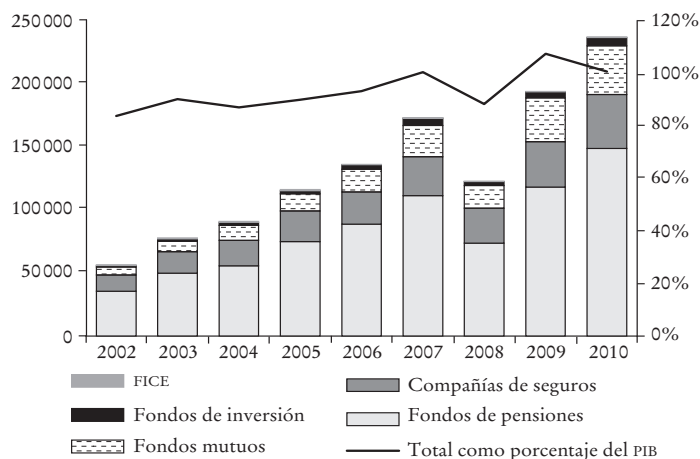
Si bien es cierto que los accionistas controladores pueden condicionar el escenario corporativo, la existencia de accionistas minoritarios de referencia puede resultar igualmente importante. Como se mencionó antes, las AFP como inversionistas institucionales son importantes en el mercado chileno, desempeñando un papel activo en el mercado, en comparación con otros inversionistas institucionales (gráfica 1) y contrarrestando el poder del accionista controlador a fin de proteger los intereses de los accionistas minoritarios.

La legislación vigente permite que las AFP tengan un papel activo en el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten. El Decreto Ley 3.500, del gobierno de Chile, permite que las AFP, una vez que han alcanzado cierto nivel de propiedad en una firma, pueden “tener” a un representante en el directorio de la misma.<sup>7</sup> Este director, independiente por naturaleza, actuará en beneficio de los intereses que representa. La existencia de este

<sup>6</sup> Leyes como la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) (ley 19.705), la Ley del Mercado de Capitales I (ley 19.768), la Ley del Mercado de Capitales II (ley 20.190) y la Ley del Mercado de Capitales III (ley 20.448), la Ley de Gobiernos Corporativos (ley 20.382), son ejemplos de ello.

<sup>7</sup> La legislación vigente no impide que las AFP actúen de manera coordinada. Esta coordinación se realiza por medio de la asociación de las AFP, lo cual facilita la designación de un representante de estas entidades en las empresas en que participan y sobre las cuales tienen derecho a elegir director(es).

GRÁFICA 1. *Inversionistas institucionales*

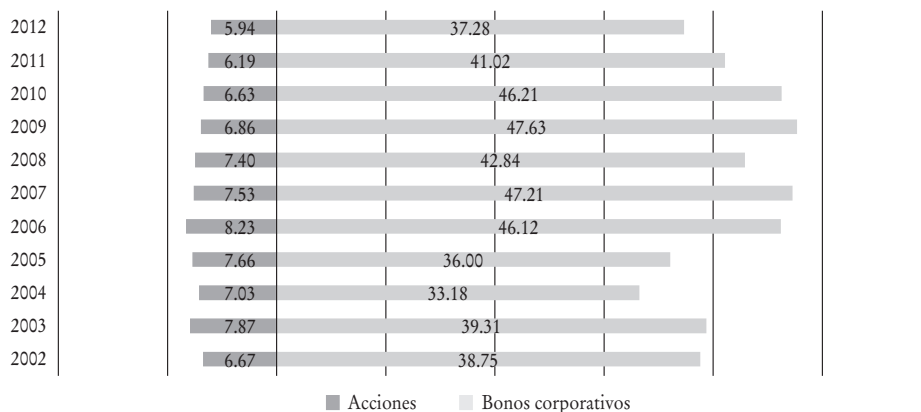


FUENTE: Superintendencia de Pensiones, Chile.

tipo de directores en las empresas es muy valorada por el mercado y la evidencia existente muestra que el mercado reacciona positivamente frente a ello, al tiempo que premia a las empresas que tienen mayor proporción de directores independientes (Lefort y Walker, 2005).

Además de participar en la propiedad de las empresas, las AFP se caracterizan por participar como acreedores de aquellas empresas en las cuales invierten (véase la gráfica 2). De esta manera tendrán los incentivos para

GRÁFICA 2. *Participación de la AFP*  
(Porcentaje)



FUENTE: Superintendencia de Pensiones, Chile.

participar activamente en la supervisión de las decisiones y la fiabilidad de la información que emiten dichas empresas. En este sentido, es de esperar que las AFP ejerzan presión sobre la dirección de la empresa para que reduzcan los niveles de información asimétrica vía la emisión de endeudamiento, de preferencia endeudamiento público.

Las AFP pueden invertir en acciones aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) con la restricción de un mínimo entre 7% del total de las acciones suscritas de la sociedad y 5% del valor del fondo administrado por la AFP ponderado por el “factor de liquidez”, “factor de concentración” y “factor de activo depurado”. Sin embargo, las AFP no podrán invertir en acciones de empresas cuyo dueño principal concentre más de 65% de la propiedad en forma directa e indirecta (factor de concentración). Asimismo, la relación entre activos depurados y el total de activos de la empresa no podrá ser menor a 40% (factor de activo depurado).

En el caso de instrumentos de deuda, ellos requieren obtener una evaluación mínima de *BBB* o equivalente de por lo menos dos clasificadoras de riesgo. De igual modo, la inversión en bonos y efectos de comercio no podrá superar 35% del total de la serie. La inversión antes señalada no podrá superar 12% del activo de la empresa emisora. Finalmente, la inversión en instrumentos de una misma sociedad no podrá superar 15% del valor de fondo respectivo (*A, B, C, D y E*).

La ley, mediante las restricciones antes señaladas que establecen límites a la inversión en acciones y bonos de empresas, claramente busca que las AFP inviertan en empresas de alta calidad (buena clasificación de riesgo), por lo tanto, no es de extrañar que una AFP mantenga en su portafolio acciones y bonos de una misma empresa.<sup>8</sup>

## 2. *Revisión de la literatura*

En estas últimas décadas, los inversionistas institucionales como accionistas de las empresas han desempeñado un papel fundamental en los mercados globales, adquiriendo cada día una mayor relevancia en los procesos de gobierno corporativo (Gillan y Stark, 2003; Amihud y Li, 2006). Dicha relevancia se ve plasmada en la tendencia internacional que tienen los

<sup>8</sup> Sin embargo, dada la limitación de información disponible no se puede asegurar que primero optimicen su inversión en acciones de una sociedad para luego comenzar a invertir en bonos de la misma. Ésta es una pregunta interesante, pero escapa al objetivo del presente artículo.



inversionistas en confiar en mayor medida en instituciones profesionalizadas para el manejo de sus capitales, lo que se encuentra principalmente vinculado con el mayor grado de sofisticación, experiencia y recursos de las instituciones, el cual los habilita para interpretar de mejor manera la información y, por tanto, a efectuar mejores tareas de supervisión, disciplina e incidencia en las decisiones estratégicas de las compañías en las cuales invierten (Chung *et al.*, 2002). En este sentido, Ferreira y Matos (2008) señalan que los inversionistas institucionales desempeñan un importante papel en economías desarrolladas y emergentes, manejando alrededor de 45 000 millones de dólares en activos financieros a nivel mundial, los cuales se han triplicado desde principios de la década de 1990.

a) *Inversionistas institucionales y el gobierno de la empresa.* Algunas investigaciones han mostrado que una mayor capacidad de supervisión de los inversionistas institucionales tiene como resultado un mejor desempeño (McConnell y Servaes, 1990; Graves, 1988; Ferreira y Matos, 2008; Elyasiani y Jia, 2010; Ruiz-Mallorquí y Santana-Martín, 2011), menores costos de endeudamiento ante inversionistas institucionales más estables (Elyasiani *et al.*, 2010), menores niveles de manipulaciones contables (Rajgopal *et al.*, 1999; Chung *et al.*, 2002) o estrategias contables más conservadoras (Ramalingegowda y Yu, 2012).

Si bien existen argumentos que respaldan una mejor calidad en las actividades de supervisión, la evidencia ha mostrado resultados mixtos, por lo que el impacto que tengan los inversionistas institucionales en distintas economías queda reducido a lo que se obtenga empíricamente. En este sentido, la literatura financiera plantea la interrogante acerca de bajo qué condiciones este tipo de inversionista desempeña un papel pasivo. Rajgopal y Venkatachalam (1998), lo mismo que Ferreira y Matos (2008) argumentan que la orientación de la institución dilucidará los incentivos que tengan de participar en el directorio de manera que cumplan con actividades de gobierno corporativo en aquellas empresas en las que participan. Así, por ejemplo, para una muestra internacional, Ferreira y Matos (2008) muestran que inversionistas institucionales más activos, independientes y de naturaleza de corto plazo (cuyo control es más indirecto), como Fondos Mutuos y Asesores Financieros, presentan un mayor grado de activismo, el cual repercute positivamente en el valor de la empresa en comparación con aquellos inversionistas más pasivos, de largo plazo y que generalmente se relacionan con el proceso de toma de decisiones, como son los bancos, com-

pañías de seguros y fondos de pensión. No obstante, estos autores sugieren también que dicho efecto positivo puede tener un carácter transitorio y que los inversionistas menos activos pueden desempeñar un papel directo involucrándose en el proceso de gobierno corporativo de la empresa.

Así, otros factores que resultan relevantes al momento de dilucidar las actitudes y el papel de los inversionistas institucionales en la participación en el proceso de gobierno corporativo pueden ser atribuibles a su naturaleza y estatus legal, así como al papel que desempeñen dentro de una economía local. Trabajos como los de Bhattachayra y Graham (2007) y Li *et al.*, (2006) sugieren que el efecto que tengan las instituciones dependerá de igual manera de la naturaleza y estatus legal que éstas tengan. En este sentido, los gobiernos locales pueden llamar a desempeñar un papel fundamental en el funcionamiento de los mercados a algunos tipos de inversionistas que tienen una cierta visibilidad política. Por ejemplo, los fondos de pensión potencialmente pueden monitorear de manera eficiente las decisiones discrecionales de los controladores si el entorno legal, en términos de gobierno corporativo, potencia su papel o si su posición dentro de las empresas en términos de participación en la propiedad es lo suficientemente significativa.

b) *Los inversionistas institucionales y las decisiones de financiamiento.* Como se ha señalado anteriormente, cuando los inversionistas institucionales mantienen una participación importante en la propiedad de las empresas (sin lograr el control de las mismas), tendrán los recursos e incentivos necesarios para monitorearlas, por lo que sus esfuerzos irán orientados a fortalecer mecanismos de gobierno corporativo que permitan, a quienes controlan las empresas, entregar más información sobre éstas. Así, un mecanismo que permite reducir problemas de agencia y de información asimétrica es el endeudamiento.

La literatura financiera sugiere algunas ventajas derivadas del endeudamiento, como la reducción de problemas de agencia que surgen de la existencia de *free cash flow* (Jensen, 1986). Si a este problema le sumamos la mayor propensión a la expropiación de riqueza que generalmente existe en economías emergentes, entonces el papel que desempeñen los inversionistas institucionales como accionistas minoritarios puede resultar crucial. Por lo tanto, si la deuda representa un mecanismo de control que permite reducir este tipo de conflicto de agencia, entonces los inversionistas institucionales podrían influir en la emisión de deuda por parte de las empresas

(Wang, 2009). No obstante, debe considerarse que si la participación en la propiedad en manos de un inversionista institucional le entrega el control, la relación directamente proporcional entre propiedad institucional y endeudamiento no queda tan clara (Grier y Zychowicz, 1994). Es importante tener presente que la deuda tiene sus propios costos de agencia, como son: los costos de quiebra (Altman, 1984), los incentivos a la redistribución de riqueza entre accionistas y bonistas (Jensen y Meckling, 1976), la subinversión (Myers, 1977) y los costos asociados a los *covenants* de la deuda (Smith y Warner, 1979 y Araya *et al.*, 2002).

Los trabajos que han analizado la relación entre endeudamiento, inversionistas institucionales y gobierno corporativo en economías emergentes por lo general han encontrado argumentos a favor del papel de monitoreo que cumplen dichos inversionistas. Por ejemplo, Hasan y Butt (2009) para una muestra de empresas pakistaníes encuentran que la presencia de inversionistas institucionales reduce los costos de agencia de la deuda y en promedio las empresas tienden a presentar mayores niveles de endeudamiento.

Ahora bien, en el momento de analizar las necesidades de financiamiento externo de las empresas, éstas dispondrán de una serie de alternativas a las cuales recurrir para poder obtener los recursos. Por ejemplo, las empresas pueden emitir patrimonio o pedir prestado a acreedores públicos o privados. Asumiendo, de acuerdo con la teoría del *pecking order*, que estas empresas optan por endeudarse en vez de emitir patrimonio (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984), la encrucijada irá en consonancia con la elección del tipo de recurso de endeudamiento. De esta manera, una de las decisiones más importantes de financiamiento es la elección entre el endeudamiento privado (bancos e instituciones financieras) y el endeudamiento público (bonos).

En general, la elección del tipo de endeudamiento se encuentra argumentado por enfoques relacionados con la información asimétrica y los costos de agencia del endeudamiento (Jensen, 1986; James y Smith, 2000; Denis y Mihov, 2003; Andrés *et al.*, 2005). La intuición común es que los acreedores públicos sufren de mayores asimetrías informativas en comparación con los acreedores privados, argumentando principalmente que la capacidad de supervisión de los acreedores públicos se ve afectada por cuestiones de la alta dispersión de la deuda pública en el mercado (Boyd y Prescott, 1986; Bessler *et al.*, 2011), por lo que los acreedores públicos tendrán mayores in-

centivos para mantenerse informados acerca de la empresa, reduciendo problemas de información *ex-post* (Nakamura, 1993; Houston y James, 1996; Meneghetti, 2012; Albring *et al.*, 2011).

A pesar de que existen trabajos que argumentan la mayor capacidad de supervisión de los acreedores privados, dichas investigaciones no han analizado el efecto potencial que tienen los inversionistas institucionales como accionistas minoritarios de las empresas en el momento de dilucidar la decisión de emisión del tipo de recurso de endeudamiento.

Raddatz (2006) plantea que cuando los mercados financieros son más desarrollados, los acreedores dispondrán de mayores herramientas para lidiar con los problemas de información asimétrica que surgen de las fricciones contractuales. En este sentido, junto con las instituciones privadas, los inversionistas institucionales están llamados a desempeñar un papel fundamental si éstos cumplen con la condición de ser accionistas y acreedores públicos de manera simultánea. En consecuencia, al ser acreedores y accionistas, cuentan con los incentivos necesarios y la sofisticación financiera para minimizar todos aquellos problemas derivados del uso de la deuda que involucre conflictos de intereses entre acreedores y accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Barclay y Smith, 2005), puesto que tendrán la habilidad suficiente para anticipar dichos problemas de agencia.

Cabe mencionar que la presencia de inversionistas institucionales en su papel de accionistas-acreedores permite obtener financiamiento de largo plazo a un menor costo (Elyasiani *et al.*, 2010), puesto que intuitivamente dichas empresas presentan menos problemas de información asimétrica. Por lo tanto, si los inversionistas institucionales reducen problemas derivados de la información asimétrica vía una mejor supervisión de la empresa en la cual poseen una participación en la propiedad, es posible esperar que este tipo de inversionista, quien desempeña al mismo tiempo un papel de acreedor público, incentive a las empresas a emitir deuda pública con la finalidad de mantener menores niveles de información asimétrica hacia el mercado, y de obtener menores costos de financiamiento, considerando que son inversionistas mejor informados.

### 3. Hipótesis: el contexto chileno

El mercado chileno, como mercado emergente latinoamericano, es un claro ejemplo de sistemas corporativos caracterizados por poseer una alta con-

centración de la propiedad de las empresas, principalmente en manos de grupos económicos o conglomerados empresariales.

Literatura previa ha analizado la importancia de los grupos económicos y su incidencia en el desempeño y valor de las compañías (Lefort y Walker, 2000b; Khanna y Palepu, 2000, 1999; Claessens *et al.*, 1999; Lefort y Walker, 2000a; Ghemawat y Khanna, 1998). Por ejemplo, Lefort y Walker (2000b) muestran que cerca de 70% de las empresas no financieras cotizadas en Chile pertenecen a uno de los 50 conglomerados más importantes, los que en su conjunto controlan 91% de los activos de las empresas no financieras en el país. Desde entonces la situación no ha cambiado mucho; de hecho la SVS<sup>9</sup> periódicamente hace público un listado con los grupos económicos existentes y las empresas que lo integran. Hasta marzo de 2014, esta entidad tenía identificados un total de 169 grupos.<sup>10</sup>

En términos generales, los grupos de negocios se caracterizan por presentar altos niveles de diversificación vía múltiples empresas y segmentos, lo que les permite una mayor adaptabilidad al cambio y subsistencia en el tiempo y menor riesgo. Además, las empresas que se encuentran bajo este tipo de estructuras, gozan, potencialmente, de la existencia de mercados de capitales internos que, en su momento, representaron una respuesta natural al menor desarrollo de los mercados financieros formalmente establecidos, a la poca protección a inversionistas y a otras imperfecciones de mercado, típicas de economías en desarrollo (Azofra *et al.*, 2004; Maquieira *et al.*, 2012; Lefort y Walker, 2007; Khanna y Palepu, 1997; Almeida y Wolfenzon, 2006a; Almeida y Wolfenzon, 2006b; Khanna y Yafeh, 2007; Buchuk *et al.*, 2014).

En suma, dado el contexto chileno y la presencia de AFP como accionistas minoritarios, de las empresas de este mercado de capitales, las hipótesis a probar en este artículo son las siguientes:

*Hipótesis 1.* La presencia de AFP en la estructura de propiedad de las empresas chilenas que cotizan en bolsa y su presencia en el directorio favorece el mayor uso de deuda.

<sup>9</sup> Principal entidad supervisora del mercado de capitales chileno y sus participantes, con excepción de las administradoras de fondos de pensiones y las entidades financieras. Fue creada en el año 1980 como organismo público autónomo, dependiente del Ministerio de Hacienda y con un superintendente elegido por el presidente de la República.

<sup>10</sup> Aunque los importantes siguen siendo no más de 50 de ellos.

*Hipótesis 2.* La presencia de AFP en la estructura de propiedad de las empresas chilenas que cotizan en bolsa y su presencia en el directorio favorece el mayor uso de deuda pública.

## II. MUESTRA, VARIABLES Y METODOLOGÍA

### 1. Muestra

La muestra empleada para nuestro contraste de hipótesis corresponde a un panel desbalanceado formado por 315 observaciones correspondiente a 109 empresas no financieras que han cotizado en la Bolsa de Comercio de Santiago en el periodo 2009-2011. En el momento de construir la muestra, una consideración fundamental ha sido excluir aquellas empresas no financieras que presentan bajos niveles de liquidez.

La información analizada es el resultado de la conjugación de distintas fuentes de información. En primer lugar, la base de datos *Datastream* nos provee información financiera confiable acerca de la empresa y de su estructura de propiedad. En segundo lugar, mediante las memorias anuales se ha recolectado la información relativa a la estructura de endeudamiento (deuda privada o deuda pública). Por último, la información relativa a la participación accionaria de las AFP y su participación en los directorios de las empresas se obtuvo mediante el informe periódico emitido por la Superintendencia de Pensiones titulado “Participación de las AFP y AFC en juntas y asambleas”.

### 2. Variables

A partir de las variables relacionadas con las decisiones de financiamiento, es que se definió *LEV* como variable dependiente que aproxima la decisión de endeudamiento y que se encuentra medida como la razón entre deuda y patrimonio (Welch, 2011). Ahora bien, puesto que un segundo objetivo es constatar si el activismo tiene incidencia sobre el recurso financiero utilizado, es que se definió como segunda variable dependiente a *DPDT*, que representa el nivel de deuda pública sobre el total de deuda.

También se definieron variables que aproximan la participación de las AFP como inversionistas institucionales en la propiedad de las empresas. De esta forma, *AFP* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si las AFP participan en la propiedad de la empresa y de 0 en otro caso. *PAFP* representa

el porcentaje de la propiedad de la empresa que se encuentra en manos de las AFP. Finalmente, *DIRA* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si las AFP tienen al menos un representante en el directorio y de 0 en otro caso.

De acuerdo con la literatura previa, se introdujo en estos modelos una serie de variables de control que potencialmente incidan sobre la decisión de financiamiento (Frank y Goyal, 2009; Azofra y Rodríguez, 2012; Harris y Raviv, 1991; Maquieira *et al.*, 2007; Titman y Wessels, 1988; Saona y San Martín, 2014; Espinosa *et al.*, 2012; Céspedes *et al.*, 2010; De Jong *et al.*, 2008; Jara-Bertin y Sánchez, 2012; Jara-Bertin *et al.*, 2012; Jara-Bertin *et al.*, 2014), tales como la madurez de los activos (*ASMAT*) medida como la razón de activos no corrientes sobre gastos de depreciación, el tamaño (*SIZE*) medido como el logaritmo natural del total de activos, y la tangibilidad de los activos (*TANG*) que es medida como la razón entre activos tangibles sobre el total de activos. Por su parte, *ROA* representa la rentabilidad sobre los activos y se encuentra medida como la utilidad antes de ítems extraordinarios sobre el total de activos, el ratio de valor de mercado sobre el valor libre (*MTB*) como medida de oportunidades de crecimiento y, finalmente, *LNAGE* representa el logaritmo natural de la edad de la empresa.

Además, puesto que en este artículo se realizó un análisis de robustez, en el intento por controlar una potencial selección endógena que guarda relación con la propensión de las AFP a invertir en las empresas, es que hemos definido una serie de variables que potencialmente pueden explicar dicha decisión. Una variable, que hemos asumido exógena, viene representada por el *IPSA*, la cual es una proxy de liquidez del mercado de títulos y que toma el valor 1 cuando la empresa se encuentra listada en el *IPSA* y de 0 en otro caso. Otras variables que se estiman tienen relación con la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras en tiempo y forma, *GRADOINV*, que es una variable binaria que toma el valor 1 cuando una agencia calificadora de riesgo otorga una clasificación mayor o igual *BBB+*, lo que significa que la empresa no debería tener problemas para cumplir con sus obligaciones, y de 0 en caso contrario. Por su parte, *GRADOESPC* es una variable binaria que toma el valor 1 cuando la empresa obtiene una clasificación menor a *BBB+*, hecho que podría representar eventuales problemas en el cumplimiento de sus obligaciones financieras, y de 0 en caso contrario. Las demás variables se encuentran definidas previamente.

Además, la propensión a invertir de las AFP claramente viene condicio-

nada por el entorno al que pertenece y a la regulación existente.<sup>11</sup> En este sentido, Chile representa una economía emergente enmarcada dentro de un sistema civil francés (La Porta et al., 1999; Lefort y Walker, 2000b; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 2002; Lefort y González, 2008), que presenta una protección al inversionista externo más débil, en comparación con países de otros entornos legales como los Estados Unidos, y presenta una marcada concentración de la propiedad, en donde las decisiones de las empresas dependen sobre todo de un accionista de referencia o controlador. Así, se introdujo como variable de control a  $P1$ , que representa el porcentaje de propiedad que posee el principal accionista.

Finalmente, se introdujo un conjunto de variables dicotómicas sectoriales de acuerdo con la clasificación sectorial entregada por la Superintendencia de Valores y Seguros (*DSEC*), y un conjunto de variables dicotómicas temporales (*DAÑO*).

### 3. Metodología

Con la finalidad de recoger el efecto que tiene la participación de las AFP en la propiedad de las empresas así como el activismo (reflejado en el derecho de tener a un representante en el directorio) sobre la decisión de endeudamiento, así como del tipo de recurso de deuda elegido, es que se proponen las siguientes ecuaciones, estimadas por medio de modelos de mínimos cuadrados ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés).

$$\begin{aligned} LEV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot LEV_{it-1} + \beta_2 \cdot PAFP_{it} + \beta_3 \cdot DIRAFP_{it} + \beta_4 \cdot SIZE_{it} \\ & + \beta_5 \cdot ROA_{it} + \beta_6 \cdot LNAGE_{it} + \beta_7 \cdot TANG_{it} + \beta_8 \cdot ASMAT_{it} \\ & + \beta_9 \cdot MTB_{it} + \beta_{10} \cdot DSEC_{it} + \beta_{11} \cdot DAÑO_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} DPDT_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot DPDT_{it-1} + \beta_2 \cdot PAFP_{it} + \beta_3 \cdot DIRAFP_{it} + \beta_4 \cdot SIZE_{it} \\ & + \beta_5 \cdot ROA_{it} + \beta_6 \cdot LNAGE_{it} + \beta_7 \cdot TANG_{it} + \beta_8 \cdot ASMAT_{it} \\ & + \beta_9 \cdot MTB_{it} + \beta_{10} \cdot DSEC_{it} + \beta_{11} \cdot DAÑO_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

<sup>11</sup> La tipología y limitaciones a las inversiones realizadas por las AFP se encuentran normadas, principalmente por el D.L. 3.500 de 1980, así como por sus más de 40 actualizaciones realizadas desde la fecha de promulgación. De manera adicional, las inversiones se deben enmarcar dentro del Régimen de Inversiones de los Fondos de Pensiones y por la normativa complementaria dictada por la Superintendencia de Pensiones. Este Régimen de Inversiones es de responsabilidad de la Superintendencia de Pensiones en su elaboración y actualización. Para mayor detalle véase [www.spensiones.cl](http://www.spensiones.cl)



Este método de estimación es estándar dentro de la literatura, por lo tanto, para fortalecer las estimaciones realizamos un análisis de robustez.

#### 4. *Análisis de robustez*

Ahora bien, si consideramos como supuesto fundamental del modelo que la decisión de participar en la propiedad de las empresas se encuentra relacionada con las características de la empresa, entonces podemos esperar que tanto *PAFP* como *DIRAFP* se encuentren correlacionadas con el término de error de las ecuaciones (1) y (2) respectivamente, por lo que los coeficientes  $\beta_2$  y  $\beta_3$  estimados pueden presentar algunos sesgos derivados de la presencia de problemas de selección endógena del modelo.

En este sentido, un extenso cuerpo literario ha destacado la existencia de problemas de selección endógena relacionados con decisiones financieras de las empresas (Campa y Kedia, 2002; Villalonga, 2004; Miller, 2006). Es por ello que en este artículo se usó un análisis de robustez empleando la metodología propuesta por Heckman (1979) para controlar los problemas de endogeneidad que surgen de la autoselección. Sobre todo, el procedimiento en dos etapas de Heckman capta de una manera explícita aquellos efectos específicos de la empresa que inciden en la propensión de las AFP a invertir en las empresas.

De acuerdo con esta metodología, en una primera etapa se estima una ecuación de selección como un modelo *probit* de máximo-verosimilitud para analizar la propensión a invertir por parte de las AFP y se calcula el *Ratio Inverso de Mills* ( $\lambda_i$ ). En una segunda etapa, la regresión corregida es estimada mediante una regresión de las ecuaciones (1) y (2) por medio de mínimos cuadrados ordinarios para analizar los efectos de las distintas variables relativas a la inversión de las AFP en la propiedad de la empresa. Cabe señalar que la metodología de Heckman atenúa los sesgos de endogeneidad derivados de la autoselección y requiere identificar al menos una variable que pueda ser significativa como regresor en el modelo de selección (ecuación 3) aunque ésta no sea significativa en las ecuaciones de regresión (ecuaciones 1 y 2). Adicionalmente, se requiere que la mayoría de los regresores en la ecuación de regresión puedan estar incluidos en la ecuación de selección.

De una manera más específica, el modelo *probit* empleado en la primera etapa de las regresiones de Heckman asume que ambos tipos de diversificación se encuentran determinados por:

$$\begin{aligned}
 AFP_{it}^* \text{ o } DIRAFP_{it}^* = & \gamma_1 \cdot IPSA_{it} + \gamma_2 \cdot ROA_{it} + \gamma_3 \cdot LEV_{it} + \gamma_4 \cdot MTB_{it} \\
 & + \gamma_5 \cdot SIZE_{it} + \gamma_6 \cdot GRADOINV_{it} + \gamma_7 \cdot GRADOESP_{it} \quad (3) \\
 & + \gamma_8 \cdot P1_{it} + \mu_{it}
 \end{aligned}$$

$$AFP_{it}(\text{o } DIRAFP_{it}) = 1 \text{ si } AFP_{it}^*(\text{o } DIRAFP_{it}^*) > 0$$

$$AFP_{it}(\text{o } DIRAFP_{it}) = 0 \text{ si } AFP_{it}^*(\text{o } DIRAFP_{it}^*) < 0$$

donde  $AFP_{it}^*$  y  $DIRAFP_{it}^*$  son dos variables latentes no observables. Por su parte, las variables que potencialmente afectan a la decisión de financiamiento vienen representadas por características de cada empresa (tamaño, rentabilidad, oportunidades de crecimiento y participación en la propiedad del principal accionista). También se introdujo una variable que se asume como exógena y que viene representada por el  $IPSA$ , como una proxy de la liquidez del mercado de títulos. Finalmente, se consideran algunos factores relativos a la industria como  $DSEC_{it}$ , representativa de los sectores industriales de las empresas de la muestra, y  $DAÑO_{it}$  que se corresponde con un conjunto de variables dicotómicas temporales.

### III. RESULTADOS

#### 1. *Análisis descriptivo*

En el cuadro 1 se corroboran los resultados de la literatura precedente respecto de la importancia que tiene el endeudamiento en la estructura de capital de las empresas chilenas (Espinosa y Maquieira, 2010; Saona, 2010). En segundo término, se corrobora la importancia que tienen las AFP en la estructura de propiedad de las empresas, en donde no sólo pueden llegar a concentrar 26% de la propiedad de la firma, sino que además estar en condiciones de elegir miembros del directorio. En tercer lugar, estas cifras confirman la evidencia anterior al demostrar que, de término medio, la propiedad de la empresa chilena se encuentra altamente concentrada (Andrés *et al.*, 2004; Lefort y Walker, 2000b, 2007; Saona y San Martín, 2014).

La parte A del cuadro 1 describe los datos de manera agregada. Las siguientes partes (B a E) entregan la descripción de los datos de acuerdo con la separación por quintiles de la variable propiedad de las AFP.

CUADRO 1. *Estadísticas descriptivas*<sup>a</sup>

<i>Variable</i>	<i>Media</i>	<i>Desv. est.</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Perc 25</i>	<i>Perc 75</i>	<i>Máximo</i>
<b>A. Total muestra</b>						
<i>LEV</i>	1.15	1.10	0.01	0.54	1.32	7.44
<i>DPDT</i>	0.26	0.33	0.00	0.00	0.58	1.00
<i>PAFP</i>	0.05	0.07	0.00	0.00	0.10	0.26
<i>DIRAFP</i>	0.07	0.10	0.00	0.00	0.14	0.43
<i>ASMAT</i>	87.40	988.86	0.32	8.72	21.74	17 162.10
<i>MTB</i>	1.72	1.34	0.13	0.76	2.29	8.76
<i>SIZE</i>	12.59	1.69	8.55	11.56	13.91	17.00
<i>TANG</i>	0.46	0.23	0.00	0.30	0.64	1.00
<b>B. Primer cuartil de participaciones de la propiedad de las AFP</b>						
<i>LEV</i>	1.09	1.20	6.86	0.42	1.11	0.05
<i>DPDT</i>	0.12	0.29	1.00	0.00	0.00	0.00
<i>PAFP</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>DIRAFP</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>ASMAT</i>	17.66	12.36	74.38	8.66	22.78	0.32
<i>MTB</i>	1.19	0.95	4.15	0.45	1.70	0.13
<i>SIZE</i>	11.55	1.49	15.34	10.47	12.65	8.55
<i>TANG</i>	0.49	0.24	1.00	0.30	0.68	0.01
<i>ROA</i>	0.03	0.09	0.28	0.00	0.06	-0.36
<i>LNAGE</i>	3.56	0.74	4.63	3.09	4.11	0.00
<b>C. Segundo cuartil de participación de la propiedad de las AFP</b>						
<i>LEV</i>	1.16	1.30	7.44	0.35	1.36	0.01
<i>DPDT</i>	0.17	0.30	0.94	0.00	0.25	0.00
<i>PAFP</i>	0.01	0.01	0.02	0.00	0.01	0.00
<i>DIRAFP</i>	0.02	0.04	0.22	0.00	0.00	0.00
<i>ASMAT</i>	18.12	15.14	90.36	9.35	18.85	1.10
<i>MTB</i>	1.70	1.23	6.04	0.69	2.31	0.17
<i>SIZE</i>	12.28	1.51	16.83	11.61	12.89	9.23
<i>TANG</i>	0.44	0.22	0.88	0.32	0.58	0.00
<i>ROA</i>	0.05	0.11	0.36	0.01	0.09	-0.47
<i>LNAGE</i>	3.46	0.78	4.77	3.04	3.97	1.10
<b>D. Tercer cuartil de participación de la propiedad de las AFP</b>						
<i>LEV</i>	1.22	0.90	6.88	0.71	1.55	0.22
<i>DPDT</i>	0.33	0.32	0.93	0.00	0.66	0.00
<i>PAFP</i>	0.05	0.02	0.09	0.03	0.07	0.02
<i>DIRAFP</i>	0.10	0.08	0.29	0.00	0.14	0.00
<i>ASMAT</i>	17.29	34.24	302.27	7.87	16.03	3.34
<i>MTB</i>	2.10	1.64	8.76	0.95	2.76	0.47
<i>SIZE</i>	12.96	1.54	17.00	12.06	14.13	9.61
<i>TANG</i>	0.43	0.23	0.89	0.21	0.60	0.02
<i>ROA</i>	0.06	0.08	0.36	0.02	0.09	-0.15
<i>LNAGE</i>	3.50	0.83	4.96	3.09	4.08	1.10
<i>LEV</i>	1.22	0.90	6.88	0.71	1.55	0.22

CUADRO 1 (conclusión)

<i>Variable</i>	<i>Media</i>	<i>Desv. est.</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Perc 25</i>	<i>Perc 75</i>	<i>Máximo</i>
<i>E. Cuarto cuartil de participación de la propiedad de las AFP</i>						
<i>LEV</i>	1.13	0.96	4.73	0.65	1.21	0.01
<i>DPDT</i>	0.39	0.34	0.99	0.00	0.74	0.00
<i>PAFP</i>	0.15	0.04	0.26	0.12	0.17	0.10
<i>DIRAFP</i>	0.19	0.08	0.43	0.14	0.22	0.00
<i>ASMAT</i>	295.64	1 968.82	17 162.10	9.37	27.74	2.47
<i>MTB</i>	1.86	1.30	8.15	0.86	2.40	0.28
<i>SIZE</i>	13.57	1.54	16.41	12.66	14.78	9.54
<i>TANG</i>	0.47	0.22	0.83	0.32	0.71	0.00
<i>ROA</i>	0.04	0.14	0.17	0.03	0.08	-0.94
<i>LNAGE</i>	3.67	0.74	4.93	3.26	4.20	1.95

<sup>a</sup> El detalle de la información proporcionada en cada uno de los paneles se corresponde con la media de las observaciones (media), su desviación estándar (desv), mínimo (mínimo), percentil 25 (perc 25), percentil 75 (perc 75) y máximo (máximo). Las variables utilizadas en cada uno de los paneles se corresponde con: *LEV* que es el ratio de endeudamiento total sobre patrimonio; *DPDT* representa el ratio de deuda pública sobre deuda total; *PAFP* refleja el nivel porcentual de participación de las AFP en la propiedad de la empresa; *DIRAFP* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si las AFP tienen al menos un representante en el directorio, y 0 en caso contrario; *ASMAT* es el ratio de activos no corrientes sobre gastos de depreciación; *MTB* es indicativa de la relación entre el valor de mercado de la empresa y su respectivo valor libros; *SIZE* se mide por medio del logaritmo natural del total de activos; *TANG* es medida como la razón entre los activos tangibles y los activos totales de la empresa; *ROA* se mide como la utilidad antes de ítems extraordinarios sobre el total de activos; *LNAGE* es el logaritmo natural de los años de operación de la empresa.

Resulta interesante revisar el cuadro 2 y verificar que no sólo la participación en la propiedad de la empresa sino también la elección de miembros del directorio tiene una influencia directa, positiva y estadísticamente significativa sobre el mayor uso de la deuda pública. No obstante, estos mismos comentarios no se pueden realizar para el caso de la deuda total. La justificación para este hecho radicaría en que las AFP no sólo pueden constituirse en accionistas de una empresa sino también en acreedores de la misma, al estar posibilitados por ley a participar también del mercado de este tipo particular de endeudamiento.

Entre otra de las cuestiones relevantes de los datos del cuadro anterior, se constata la importancia revelada en la literatura previa, respecto de las bondades asociadas a la dimensión empresarial en el mayor recurso a la deuda, particularmente importante para el caso de deuda pública. Las empresas más grandes pueden reducir sus costos de transacción y acceder a contratos de deuda más baratos (Frank y Goyal, 2009; Rajan y Zingales, 1995; De Jong *et al.*, 2008).

Pareciera, además, que las empresas del sector corporativo chileno tu-

CUADRO 2. *Matriz de correlaciones*<sup>a</sup>

<i>Variable</i>	<i>LEV</i>	<i>DPDT</i>	<i>PAFP</i>	<i>DIRAFP</i>	<i>ASMAT</i>	<i>MTB</i>	<i>SIZE</i>	<i>TANG</i>	<i>ROA</i>
<i>DPDT</i>	0.08 (0.16)	1.00							
<i>PAFP</i>	-0.01 (0.88)	0.29 (0.00)	1.00						
<i>DIRAFP</i>	-0.03 (0.65)	0.20 (0.00)	0.82 (0.00)	1.00					
<i>ASMAT</i>	0.06 (0.29)	-0.05 (0.38)	0.11 (0.06)	0.06 (0.33)	1.00				
<i>MTB</i>	0.12 (0.03)	0.06 (0.32)	0.10 (0.07)	0.17 (0.00)	0.12 (0.04)	1.00			
<i>SIZE</i>	0.20 (0.00)	0.58 (0.00)	0.39 (0.00)	0.25 (0.00)	-0.05 (0.42)	0.16 (0.00)	1.00		
<i>TANG</i>	-0.20 (0.00)	0.00 (0.96)	-0.01 (0.81)	-0.11 (0.05)	0.02 (0.68)	-0.05 (0.37)	0.00 (1.00)	1.00	
<i>ROA</i>	-0.22 (0.00)	0.04 (0.52)	0.00 (0.96)	0.08 (0.17)	-0.01 (0.80)	0.35 (0.00)	0.02 (0.72)	0.02 (0.77)	1.00
<i>LNAGE</i>	-0.08 (0.13)	0.09 (0.10)	0.08 (0.18)	0.10 (0.08)	-0.03 (0.61)	-0.07 (0.19)	0.07 (0.21)	0.19 (0.00)	0.01 (0.81)

<sup>a</sup> Coeficientes de correlación de las distintas variables utilizadas en el análisis, que se corresponden con las descritas en el cuadro precedente. Valor *p* entre paréntesis.

viesen un comportamiento más acorde con la teoría del *pecking order*, amparado en la relación negativa (y significativa) entre rentabilidad y endeudamiento.

El análisis de los resultados del cuadro 3 arroja ciertas luces respecto de las hipótesis planteadas en este artículo. En primer lugar, este análisis preliminar indica, con resultados estadísticamente significativos, que cuando las AFP participan de la propiedad de la empresa, mayor es el nivel de endeudamiento. Por otra parte, y en relación con la deuda pública, la mayor partici-

CUADRO 3. *Diferencias de medias*<sup>a</sup>

<i>Cuartil</i>	<i>No participa</i>	<i>Baja participación</i>	<i>Alta participación</i>	<i>Diferencias de medias</i>	
				<i>Baja vs. no participa estadístico t</i>	<i>Alta vs. baja estadístico t</i>
<i>LEV</i>	1.078	1.335	1.134	1.47*	0.77
<i>DPDT</i>	0.126	0.232	0.390	2.48**	3.57***

<sup>a</sup> Presenta información acerca de las diferencias de medias respecto de las dos variables dependientes utilizadas en el análisis (*LEV* y *DPDT*) relacionadas con tres categorías de participación de las AFP en la propiedad de las empresas de la muestra (no participación, baja participación y alta participación).

\* Indica significativo a 10%, \*\* indica significativo a 5% y \*\*\* indica significativo a 1%.

CUADRO 4. Participación de las AFP y decisiones de endeudamiento<sup>a</sup>

	LEV			DPDT	
	(1)	(2)		(1)	(2)
A. AFP y nivel de endeudamiento			B. AFP y endeudamiento público		
Constante	0.670** (2.26)	0.406 (1.01)	Constante	0.002 (0.06)	-0.006 (-0.18)
$LEV_{t-1}$	0.725*** (22.18)	0.719*** (20.02)	$DPDT_{t-1}$	0.980*** (25.35)	0.981*** (23.54)
$PAFP$	0.955** (1.74)		$PAFP$	0.075 (0.88)	
$DIRA_{FP}$		0.539* (1.67)	$DIRA_{FP}$		0.007 (0.54)
$AS_{MAT}$	0.001** (2.29)	0.001** (2.52)	$AS_{MAT}$	0.001 (0.34)	0.001 (1.16)
$MTB$	0.104*** (4.11)	0.100*** (3.76)	$MTB$	-0.002 (0.82)	-0.002 (-0.88)
$SIZE$	-0.028 (-1.33)	-0.017 (-0.82)	$SIZE$	-0.001 (-0.57)	-0.007 (-0.27)
$TANG$	-0.140 (-0.95)	-0.073 (-0.74)	$TANG$	0.029* (1.65)	0.030* (1.96)
$ROA$	2.58*** (6.52)	2.56*** (6.16)	$ROA$	0.059*** (3.35)	0.053*** (3.11)
$LNAGE$	0.004 (0.25)	0.015 (0.32)	$LNAGE$	-0.002 (0.40)	-0.002 (0.49)
Observaciones	315	315	Observaciones	315	
Prueba $F$	79.16***	38.69***	Prueba $F$	92.40***	91.54***
$R^2$	0.7956	0.8001	$R^2$	0.8571	0.8127

<sup>a</sup> Coeficientes estimados (estadístico  $z$ ) de las estimaciones de las ecuaciones (1) y (2) de mínimos cuadrados ordinarios. En la parte A la variable dependiente es la razón de apalancamiento ( $LEV$ ) y en la parte B la variable dependiente corresponde al nivel de endeudamiento público sobre el endeudamiento total ( $DPDT$ ). Las variables independientes utilizadas en ambos paneles se corresponden con las descritas previamente. Se introducen, también, las variables  $LEV$  y  $DPDT$  rezagadas en un periodo, según corresponde en cada panel. Se ha controlado por los efectos temporales y sectoriales. Wald Chi2 es la prueba de significancia conjunta de los coeficientes.

\*\*\* Indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior a 1%, \*\* inferior a 5% y \* inferior a 10%.

pación de las AFP (de no participar a participar y de tener baja participación a tener alta participación) favorece el mayor recurso al financiamiento con deuda pública.

En primera instancia, del cuadro 4 parte A y B, es necesario destacar la relevancia que tiene el nivel de deuda del periodo anterior. La teoría del *pecking order* asume que el nivel de endeudamiento observado en las empresas es reflejo del cúmulo de decisiones de financiamiento realizadas por los directivos a través del tiempo (Myers, 1984; Myers, 2001), con lo que se

podría decir que dado esta evidencia las empresas chilenas tienen un comportamiento más acorde con esta teoría.

Por otra parte, la teoría del *trade-off* establece que la relación entre rentabilidad (*ROA*) y apalancamiento es positiva. Empresas más rentables tienen mayor capacidad para obtener fondos externos con el objeto de aprovechar las ventajas fiscales de la deuda (Fama y French, 2002). En este sentido, los resultados parecen dar cuenta de un comportamiento acorde con esta teoría, la medida aproximativa de la rentabilidad empresarial (*ROA*) se relaciona de manera positiva y estadísticamente significativa con el nivel de deuda.

En suma, esta aparente incongruencia en el comportamiento evidenciado por los resultados, sin embargo, no debe sorprender; trabajos como los de Beattie *et al.* (2006) y Lindblom *et al.* (2011) hacen referencia a lo anterior para otros contextos. Ambos trabajos hablan de las teorías de estructura de capital como teorías incompletas, que no son mutuamente excluyentes y en algunos casos pueden ser complementarias.

La decisión de endeudamiento empresarial de la empresa chilena, presentada en la parte A del cuadro 4, permite verificar la relevancia de la participación de las AFP en la propiedad. Los resultados muestran una relación positiva (y estadísticamente significativa) entre la participación de las AFP en la propiedad y el nivel de endeudamiento. Mientras mayor es la participación mayor sería el nivel de deuda de la empresa. Por otro lado, la trascendencia de elegir miembros del directorio (*DIRAFP*) tiene menor relevancia en el nivel de deuda observado.

Respecto de la madurez de los activos, es de esperar que a mayor madurez mayor sea también el nivel de endeudamiento corporativo, basado en el intento empresarial de calzar la madurez de sus activos con el plazo de la deuda. Los resultados parecieran respaldar esta aseveración para el caso del nivel de endeudamiento total.

La teoría financiera predice una relación negativa entre los niveles observados de deuda y la ratio *market-to-book*, debido, entre otras razones, a que se trata de activos intangibles que no se pueden entregar como garantía crediticia. No obstante, esta lógica tradicional no siempre se verifica en contextos como el latinoamericano, en donde la alta concentración de la propiedad y el sistema financiero centrado en la banca favorecen la contratación de deuda aun en escenarios de altas oportunidades de crecimiento.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> La lógica detrás de este resultado se asocia a que accionistas controladores preferirían la utilización de deuda como fuente de financiamiento y con ello evitarían la posibilidad de perder el control cor-

Trabajos como los de Céspedes *et al.* (2010), a nivel de Latinoamérica, dan cuenta de una relación positiva (y significativa) entre deuda y oportunidades de crecimiento. Este mismo resultado, de igual modo, se verifica en este artículo: la mayor proporción de oportunidades de crecimiento favorecería el mayor recurso al endeudamiento, situación que no se repite para el caso del endeudamiento público (véase cuadro 4, parte B).

Aun cuando no se reporta en el cuadro 4, la estimación incluye un control por *dummies* temporales y que logran captar la nueva Ley de Gobiernos Corporativos del 2010. Así, por ejemplo, en la parte B del cuadro 4, regresión 1, que relaciona deuda pública (*DPDT*) con propiedad en manos de las AFP (*PAFP*), entre otras, el coeficiente para la *dummy* temporal para el año 2010 es 0.032 y estadísticamente significativo a 1%. En ese mismo cuadro y parte, la regresión 2, que relaciona deuda pública (*DPDT*) con la presencia de las AFP en el directorio (*DIRAFP*), el coeficiente de la *dummy* del año 2010 también es significativo (0.034) a 5%.

## 2. Robustez de los resultados

Con la finalidad de realizar el análisis de robustez de los resultados de este artículo, se emplea la metodología propuesta por Heckman (1979), específicamente el procedimiento en dos etapas, para controlar los problemas de endogeneidad que surgen de la autoselección. Los resultados de este procedimiento se muestran en el cuadro 5.

Los resultados de la metodología de Heckman, cuadro 5, ayudan a conocer los determinantes de la decisión de inversión por parte de las AFP en la propiedad de las empresas. Los resultados indican que las AFP prefieren invertir en empresas con alta valoración de mercado, mayor dimensión, buena calificación crediticia y menor concentración de la propiedad. Pareciera ser menos trascendente, al menos desde el punto de vista de este análisis, tanto la rentabilidad de la empresa como su nivel de apalancamiento financiero.

Para este nuevo conjunto de regresiones (véase cuadro 6, parte A y B), es posible verificar la importancia que tiene el nivel de endeudamiento previo en el nivel de deuda observado. Destaca, además, la influencia positiva de la rentabilidad (*ROA*) sobre el nivel de deuda en ambos casos (endeudamiento

porativo. De igual manera, siendo que la utilización de endeudamiento bancario es la forma tradicional de financiarse también lo serían para financiar las oportunidades de crecimiento.



CUADRO 5. *Propensión de las AFP a participar en las empresas*<sup>a</sup>

	(1) AFP	(2) DIRAFP
Constante	-1.708** (-1.99)	0.001* (0.66)
IPSA	0.791** (2.40)	0.879*** (3.82)
P1	-0.718* (1.71)	-0.279 (-0.76)
ROA	-0.014 (-0.51)	-0.212 (-0.28)
LEV	0.054 (0.45)	0.080 (0.41)
MTB	0.202** (2.19)	0.137* (1.91)
SIZE	0.141** (1.99)	0.082* (-1.75)
GRADOINV	0.729*** (3.38)	0.790*** (3.78)
GRADOESPC	0.146 (0.28)	0.502 (0.27)
Observaciones	315	315
Log Likelihood	-129.29	-166.38
LR chi2 (17)	83.68***	67.74***
Pseudo R <sup>2</sup>	0.2445	0.1691

<sup>a</sup> Coeficientes estimados (estadístico z) de las estimaciones de la ecuación (3) por medio de un modelo probabilístico como primera etapa del procedimiento de Heckman. Las variables dependientes son la variable latente de participación de las AFP en la propiedad de las empresas (AFP) y la variable latente de participación de las AFP en el directorio de las empresas (DIRAFP). Las variables independientes son un conjunto de variables que caracterizan la empresa y su liquidez en el mercado de capitales. Se controlaron por efectos temporales e industriales.

\*\*\* Indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior a 1%, \*\* inferior a 5% y \* inferior a 10 por ciento.

total y deuda pública). Asimismo, la madurez de los activos es determinante en el nivel, no así en el tipo, de deuda elegida por la empresa.

Para el caso del ratio *market-to-book*, de la parte A, se verifica su relación positiva con el nivel de deuda de la empresa. Este resultado es consistente con la explicación propuesta por Cespedes *et al.* (2010), en el sentido de que las empresas en Latinoamérica tienden a financiarse más con deuda de corto plazo que de largo plazo. Nuevamente se observa que el efecto edad de la empresa favorece el mayor recurso al endeudamiento, y sólo para el análisis de robustez se añade la influencia positiva del tamaño para el caso del endeudamiento público. Ambas medidas pueden dar cuenta de un efecto

CUADRO 6. *Participación de las AFP y las decisiones de endeudamiento*<sup>a</sup>

	LEV			DPDT	
	(1)	(2)		(1)	(2)
A. AFP y nivel de endeudamiento			B. AFP y endeudamiento público		
Constante	1.134** (2.10)	1.105* (1.96)	Constante	-0.168* (-1.62)	-0.255** (-2.33)
LEV <sub>t-1</sub>	0.795*** (21.67)	0.816*** (23.87)	LEV <sub>t-1</sub>	0.865*** (17.60)	0.861*** (17.85)
PAFP	1.06** (1.99)		PAFP	0.362*** (2.98)	
DIRAFP		0.589* (1.70)	DIRAFP		0.291*** (2.80)
ASMAT	0.001*** (4.50)	0.001*** (4.07)	ASMAT	0.001 (0.40)	0.001 (0.44)
MTB	0.040* (1.63)	0.050* (1.92)	MTB	0.002 (0.51)	0.003 (0.65)
SIZE	-0.069* (-1.92)	-0.056* (-1.65)	SIZE	0.005* (1.75)	0.012* (1.90)
TANG	-0.001 (-0.45)	-0.022 (-0.15)	TANG	0.035 (0.73)	0.017 (0.37)
ROA	1.44*** (3.13)	1.680*** (3.62)	ROA	0.101* (1.7)	0.066* (1.64)
LNAGE	0.088** (2.26)	0.073* (1.74)	LNAGE	-0.001 (-0.13)	-0.009 (-0.11)
Lambda ( $\lambda$ )	-0.368** (-2.40)	-0.374** (2.36)	Lambda ( $\lambda$ )	0.036* (1.68)	0.053** (2.08)
Observaciones	315	315	Observaciones	315	315
Wald Chi2	150.54***	174.13***	Wald Chi2	103.47***	100.47***

<sup>a</sup> Coeficientes estimados (estadístico z) de las estimaciones de las ecuaciones (1) y (2) de mínimos cuadrados ordinarios como segunda etapa del procedimiento de Heckman. En la parte A la variable dependiente es la razón de apalancamiento (LEV) y en la parte B la variable dependiente corresponde al nivel de endeudamiento público sobre el endeudamiento total (DPDT). Lambda ( $\lambda$ ) representa el ratio inverso de Mills estimado en la primera etapa del modelo de selección. Se controló por los efectos temporales y sectoriales. Wald Chi2 es la prueba de significancia conjunta de los coeficientes.

\*\*\* Indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior a 1%, \*\* inferior a 5% y \* inferior a 10 por ciento.

reputación que exhiben empresas más longevas (LNAGE) y de mayor dimensión (SIZE).

Por último, del cuadro 6 (parte A y B) es necesario consignar que la participación de las AFP incide positivamente sobre el nivel y tipo de endeudamiento elegido. A mayor participación de las AFP en la propiedad de la empresa, mayor es el nivel de deuda observado y mayor recurso realizan al endeudamiento público. De igual forma se destaca que cuando las AFP

eligen miembros del directorio, las empresas hacen mayor uso de endeudamiento, particularmente, público.

Estos resultados ayudan a comprender la importancia que tienen, en términos de gobierno corporativo, las AFP en las empresas chilenas, así como en el mercado de capitales en su conjunto. Estas relaciones antes descritas explican principalmente dos cosas: la mejor información que llega al mercado y la mayor competencia que se genera en el mercado de la deuda corporativa.

### CONCLUSIÓN

En este artículo nos proponemos verificar la influencia de las AFP en la determinación de la estructura de endeudamiento y también el tipo de endeudamiento elegido por las empresas del sector corporativo chileno, sabiendo que este tipo de inversionista no sólo participa del mercado accionario, sino que también lo hace en el mercado de deuda pública.

Los resultados respaldan la relevancia del papel que tienen las AFP en la determinación de la estructura de endeudamientos de las empresas chilenas. A mayor participación de las AFP en la propiedad de las empresas, el nivel de endeudamiento es más alto, por lo que se puede asociar con su papel de monitoreo a la gestión de las empresas, lo cual disminuye los costos de agencia. Esto se ve corroborado al observar que la presencia de las AFP en el directorio de la empresa también está asociada con mayores niveles de deuda. Adicionalmente, las AFP han dado liquidez al mercado accionario chileno, han abogado por mejoras a los gobiernos corporativos y a la protección de los minoritarios, pero también han favorecido el desarrollo del mercado de deuda pública, compitiendo además en esta área. Con ello, los resultados encuentran su razón en que el mayor recurso al financiamiento con deuda, particularmente pública, se dé en empresas en que las AFP tienen mayor participación y en las que son capaces de tener representantes en el directorio.

Al considerar las variables que tradicionalmente han sido utilizadas para explicar el nivel de endeudamiento, se verifican los principales postulados de la literatura previa en términos del tamaño y edad de la empresa, la rentabilidad, la tangibilidad y madurez de los activos. No obstante, se observan algunas relaciones que no se encuentran alineadas con una gran parte de la evidencia previa. Por ejemplo, los resultados muestran una correlación positiva entre la razón *market-to-book* y el nivel de deuda, esto debido a que

los problemas de agencia derivados de las oportunidades de crecimiento podrían encontrar solución en mecanismos distintos a los habituales, a causa de las propias características del mercado de capitales chileno.

Finalmente, este artículo contribuye al análisis académico sobre la estructura de capital de las empresas, por una parte, y también a la relevancia que tienen las AFP en Chile.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acuña, R. (2013), *Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica. Experiencias de Colombia, México, Chile y Perú*, Sura Assets Management, Santiago de Chile.
- Albring, S. M., I. K. Khurana, A. Nejadmalayeri y R. Pereira. (2011), "Managerial Compensation and the Debt Placement Decision", *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, núm. 5, pp. 1445-1456.
- Almeida, H., y D. Wolfenzon (2006a), "Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets", *Journal of Financial Economics*, vol. 79, núm. 1, pp. 99-144.
- , y D. Wolfenzon (2006b), "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *The Journal of Finance*, vol. 61, núm. 6, pp. 2637-2680.
- Amihud, Y., y K. Li (2006), "The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, núm. 3, pp. 637-660.
- Andrés, P., F. López y J. A. Rodríguez (2005), "Financial Decisions and Growth Opportunities: a Spanish Firm's Panel Data Analysis", *Applied Financial Economics*, vol. 15, núm. 6, pp. 391-407.
- Altman, E. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", *The Journal of Finance*, vol. 39, núm. 4, pp. 1067-1089.
- Araya, A, Islas G. y C. Maquieira (2002), "Cláusulas restrictivas (*covenants*) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile", *Estudios de Administración*, vol. 9, núm. 1, pp. 1-46.
- Azofra, V., y J. A. Rodríguez (2012), "El endeudamiento de la empresa española: teorías y realidades", *Papeles de Economía Española*, vol. 132, pp. 37-61.
- , P. Saona y E. Vallelado (2004), "Estructura de propiedad y oportunidades de crecimiento como determinantes del endeudamiento de las empresas chilenas", *ABANTE*, vol. 7, núm. 2, pp. 105-145.
- Barclay, M. J., y C. W. Smith, Jr. (2005), "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, núm. 1, pp. 8-17.

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven y R. Levine (2008), "Finance, Firm Size, and Growth", *Journal of Money, Credit & Banking*, vol. 40, núm. 7, pp. 1379-1405.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y R. Levine (2000), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review*, vol. 14, pp. 597-605.
- Berle, A., y G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan, Nueva York.
- Bessler, W., W. Drobetz y M. Grüninger (2011), "Information Asymmetry and Financing Decisions", *International Review of Finance*, vol. 11, núm. 1, pp. 123-154.
- Bhattacharya, P. S., y M. Graham (2007), "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland", en School of Accounting, Economics and Finance, Working paper, Melbourne.
- Boyd, J. H., y E. C. Prescott (1986), "Financial Intermediary-Coalitions", *Journal of Economic Theory*, vol. 38, núm. 2, pp. 211-232.
- Brown, P., W. Beekes y P. Verhoeven (2011), "Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review", *Accounting and Finance*, vol. 51, pp. 96-172.
- Buchuk, D., B. Larrain, F. Muñoz y F. Urzúa (2014), "The Internal Capital Markets of Business Groups: Evidence from Intra-Groups Loans", *Journal of Financial Economics*, vol. 112, núm. 2, pp. 190-212.
- Campa, J. M., y S. Kedia (2002), "Explaining the Diversification Discount", *The Journal of Finance*, vol. 57, núm. 4, pp. 1731-1762.
- Céspedes, J., M. González y C. A. Molina (2010), "Ownership and Capital Structure in Latin America", *Journal of Business Research*, vol. 63, núm. 3, pp. 248-254.
- Claessens, S., S. Djankov y L. Klapper (1999), "The Role And Functioning Of Business Groups In East Asia And Chile", *ABANTE*, vol. 3, núm. 1, pp. 91-107.
- Chung, R., M. Firth y J.-B. Kim (2002), "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management", *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, pp. 29-48.
- De Jong, A., R. Kabir y T. T. Nguyen (2008), "Capital Structure Around the World: The Roles of Firm- and Country-Specific Determinants", *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, núm. 9, pp. 1954-1969.
- Demirgüç-Kunt, A., y V. Maksimovic (2002), "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, núm. 3, pp. 337-363.
- Denis, D., y V. Mihov (2003), "The Choice Among Bank Debt, Non-Bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings", *Journal of Financial Economics*, vol. 70, núm. 1, pp. 3-28.
- Denis, D. K., y J. J. McConnell (2003), "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, núm. 1, pp. 1-36.
- Dyck, A., y L. Zingales (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, vol. 59, núm. 2, pp. 537-600.

- Elyasiani, E., y J. Jia (2010), "Distribution of Institutional Ownership and Corporate firm Performance", *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, pp. 606-620.
- Elyasiani, E., J. Jingyi Jian y C. Mao (2010), "Institutional Ownership Stability and the Cost of Debt", *Journal of Financial Markets*, vol. 13, pp. 475-500.
- Espinosa, C., y C. Maquieira (2010), "Desempeño y concentración de la propiedad en empresas chilenas emisoras de American Depositary Receipts (ADR)", *Cuadernos de Administración*, núm. 23, pp. 95-116.
- , C. P. Maquieira, J. Vieito y M. González (2012), "Capital Structures in Developing Countries: The Latin American Case", *Investigación Económica*, vol. LXXI, núm. 282, pp. 35-54.
- Faccio, M., y L. H. P. Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, núm. 3, pp. 365-395.
- Ferreira, M. A., y P. Matos (2008), "The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World", *Journal of Financial Economics*, vol. 88, núm. 3, pp. 499-533.
- Frank, M. Z., y V. K. Goyal (2009), "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?", *Financial Management*, vol. 38, núm. 1, pp. 1-37.
- Ghemawat, P., y T. Khanna (1998), "The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies", *The Journal of Industrial Economics*, vol. 46, núm. 1, pp. 35-61.
- Gillan, S. L., y L. T. Stark (2003), "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective", *Journal of Applied Finance*, vol. 13, pp. 4-22.
- Gompers, P., y A. Metrick (2001), "Institutional Investors and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, núm. 1, pp. 229-259.
- Graves, S. B. (1988), "Institutional Ownership and Corporate R&D in the Computer Industry", *Academy of Management Journal*, vol. 31, núm. 2, pp. 417-428.
- Grier, P., y E. Zychowicz (1994), "Institutional Investors, Corporate Discipline and the Role of Debt", *Journal of Economics and Business*, vol. 46, núm. 1, pp. 1-11.
- Gugler, K., N. Ivanova y J. Zechner (2014), "Ownership and Control in Central and Eastern Europe", *Journal of Corporate Finance*, vol. 26, pp. 145-163.
- Hachette, D. (2000), "Privatizaciones: reforma estructural pero inconclusa", en F. Larraín y R. Vergara (eds.), *La transformación económica en Chile*, CEP, Santiago de Chile.
- Harris, M., y A. Raviv (1991), "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. 46, núm. 1, pp. 297-355.
- Hasan, A., y S. A. Butt (2009), "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies", *International Journal of Business and Management*, vol. 4, núm. 2, pp. 50-57.
- Heckman, J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error", *Econometrica*, vol. 47, núm. 1, pp. 153-161.

- Houston, J., y C. James (1996), "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims", *The Journal of Finance*, vol. 51, núm. 5, pp. 1863-1889.
- James, C., y D. C. Smith (2000), "Are Banks Still Special? New Evidence on Their Role in the Corporate Capital-Raising Process", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, núm. 1, pp. 52-63.
- Jara-Bertin, M., y S. Sánchez (2012), "Factores determinantes del endeudamiento bancario en la empresa no financiera chilena", *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. LXXIX, núm. 313, pp. 53-84.
- , P. Saona y M. Moreno (2012), "Non-Linear Relationship Between Growth Opportunities and Bank Debt: A Panel Data Analysis for Chilean Firms", *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, vol. 50, pp. 44-65.
- , P. Saona y M. Moreno (2014), "Firm Size as Determinant of the Non-Linear Relationship Between Bank Debt and Growth Opportunities: The Case of Chilean Firms", *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 50, núm. 1, pp. 265-293.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, núm. 2, pp. 323-329.
- , y W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4, pp. 305-360.
- Jong, A. de, R. Kabir y T. T. Nguyen (2008), "Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country-Specific Determinants", *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, núm. 9, pp. 1954-1969.
- Khanna, T., y K. Palepu (1997), "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets", *Harvard Business Review*, vol. 75, núm. 4, pp. 41 - 51.
- , y K. Palepu (1999), "Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India", *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 8, núm. 2, pp. 271-310.
- , y K. Palepu (2000), "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, vol. 43, núm. 3, pp. 268-285.
- , y Y. Yafeh (2007), "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?", *Journal of Economic Literature*, vol. 45, núm. 2, pp. 331-372.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes y A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, vol. 54, núm. 2, pp. 471-517.
- , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1998), "Law and Finance", *The Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- Larraín, F., y R. Vergara (2000), "Un cuarto de siglo de reformas fiscales", en F. Larraín y R. Vergara (eds.), *La transformación económica de Chile*, CEP, Santiago de Chile.
- Lefort, F. (2003), "Gobierno corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?", *Cuadernos de economía*, vol. 40, núm. 120, pp. 207-237.



- Lefort, F., y R. González (2008), "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile", *ABANTE*, vol. 11, núm. 1, pp. 17-37.
- , y E. Walker (2000a), "Corporate Governance. A Challenge for Latin America", *ABANTE*, vol. 2, núm. 2, pp. 99-111.
- , y E. Walker (2000b), "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance", *ABANTE*, vol. 3, núm. 1, pp. 3-27.
- , y E. Walker (2005), "The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile", Research Department Publications, Inter-American Development Bank, Working paper.
- , y E. Walker (2007), "Do Markets Penalize Agency Conflicts Between Controlling and Minority Shareholders? Evidence from Chile", *The Developing Economies*, vol. 45, núm. 3, pp. 283-314.
- Ley núm. 20.382 (2009), *Modificación a la Ley de Sociedades Anónimas y a la Ley de Mercado de Valores*, Ministerio de Hacienda, Gobierno de Chile.
- Li, D., F. Moshirian, P. K. Pham y J. Zein (2006), "When Financial Institutions are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments", *The Journal of Finance*, vol. 61, núm. 6, pp. 2975-3007.
- Majluf, N., N. Abarca, D. Rodríguez y L. A. Fuentes (1998), "Governance and Ownership Structure in Chilean Groups", *ABANTE*, vol. 1, núm. 1, pp. 111-139.
- Maquieira, C. P., S. Olavarrieta y P. Zutta (2007), "Determinantes de la estructura de financiación. Evidencia empírica para Chile", *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. LXXIV, núm. 293, pp. 161-193.
- , L. A. Preve y V. Sarria-Allende (2012), "Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence and Distinctive Features in Latin America", *Emerging Markets Review*, vol. 13, núm. 2, pp. 118-148.
- McConnell, J. J., y H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, núm. 2, pp. 595-612.
- Meneghetti, C. (2012), "Managerial Incentives and the Choice between Public and Bank Debt", *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, núm. 1, pp. 65-91.
- Miller, D. J. (2006), "Technological Diversity, Related Diversification, and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 27, pp. 604-619.
- Myers, S. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pp. 147-175.
- (2001), "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, núm. 2, pp. 81-102.
- Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, núm. 3, pp. 575-592.
- , y N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, núm. 2, pp. 187-221.



- Nakamura, L. (1993), "Commercial Bank Information: Implications for the Structure of Banking", en W. M. Klausner y L. Homewood (comps.), *Structural Changes in Banking*, Business One/Irwin, Illinois.
- NCG-N°341 (2012), "Norma de carácter de general: establece normas para la difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas", Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.
- Raddatz, C. (2006), "Liquidity Needs and Vulnerability to Financial Underdevelopment", *Journal of Financial Economics*, vol. 80, núm. 3, pp. 677-722.
- Rajgopal, S., y M. Venkatachalam (1998), "The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: an Empirical Investigation", Documento de trabajo núm. 1436, Stanford University.
- , M. Venkatachalam y J. Jambalvo (1999), "Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings?", Documento de trabajo disponible en la página de Social Science Research Network: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163433>
- Ramalingegowda, S., y Y. Yu (2012), "Institutional Ownership and Conservatism", *Journal of Accounting and Economics*, núm. 53, pp. 8-114.
- Ruiz-Mallorquí, M. V., y D. J. Santana-Martín (2011), "Dominant Institutional Owners and Firm Value", *Journal of Banking & Finance*, vol. 35, núm. 1, pp. 118-129.
- Saona H., P. (2010), "Growth Opportunities as Determinants of the Partial Adjustment Toward Target Debt Ratio: Evidence for the Chilean Case", *International Review of Business and Finance*, vol. 2, núm. 2, pp. 179 -207.
- , y P. San Martín (2014), "Capital Structure in the Chilean Corporate Sector: Revisiting the Stylized Facts", Documento de trabajo.
- Smith C., y J. Warner (1979), "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, núm. 7, pp. 117-161.
- Superintendencia de Pensiones (2012), "Participación de las AFP y las AFC en juntas y asambleas", Superintendencia de Pensiones de Chile (Chilean Pension Funds Regulator), Santiago de Chile.
- Titman, S., y R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, vol. 43, núm. 1, pp. 1-19.
- Villalonga, B. (2004), "Diversification Discount or Premium? Evidence from the Business Information Tracking Series", *The Journal of Finance*, vol. 59, núm. 2, pp. 479-506.
- Wang, Y. (2009), "Institutional Ownership and Capital Structure: Evidence from China Listed Companies", en International Conference on Management and Service Science.
- WEF (2009), "The Global Competitiveness Report 2008-2009", World Economic Forum.
- (2012), "The Global Competitiveness Report 2012-2013", World Economic Forum.
- Welch, I. (2011), "Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial-Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity versus Leverage Changes", *International Review of Finance*, vol. 11, núm. 1, pp. 1-17.