

INFLUENCIA DE LA CONCENTRACIÓN EN EL DESEMPEÑO CONTABLE DE LAS FIRMAS, EN LA EFICIENCIA DE MERCADO Y EN EL DESARROLLO HUMANO



USACH
Francisco Castañeda
Académico Depto Administración
USACH



USACH
René Fernández Montt
Magíster en Economía Financiera
USACH

EN ESTE ESTUDIO SE REALIZA UNA COMPARACIÓN TANTO PARA LA CONCENTRACIÓN DE MERCADO EN ALGUNOS SECTORES INDUSTRIALES DE CHILE, COMO PARA LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIA DE 5 PAÍSES LATINOAMERICANOS¹ Y SU INCIDENCIA EN EL DESEMPEÑO CONTABLE, EL DESARROLLO HUMANO Y LA EFICIENCIA DE SUS MERCADOS. SE CONCLUYE QUE LA EFICIENCIA DE MERCADO EN EMPRESAS CON CONTROLADORES DÉBILES ES MAYOR QUE LA DEL GRUPO DE PRUEBA CON CONTROLADORES FUERTES. OTRA CONCLUSIÓN ES EL IMPACTO POSITIVO DE LA CONCENTRACIÓN ACCIONARIA EN LA RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO. POR OTRO LADO, NO SE ENCUENTRA EVIDENCIA DE QUE LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD ATENTE CONTRA EL DESARROLLO HUMANO.

¹ Brasil, Chile, Perú, Venezuela y Colombia.

CONCENTRACIÓN ACCIONARIA CONTEMPORÁNEA EN LOS PAÍSES EN ESTUDIO

En Chile, existe abundante evidencia empírica sobre gobiernos corporativos que demuestra la alta concentración accionaria y sugiere que los grupos económicos son la principal forma de estructura corporativa.

La concentración promedio de la propiedad en un accionista en Chile al 31 de diciembre del 2009 correspondió a un 52,6%. Mientras que la cifra era cercana al 47% en 1998. Por tanto, estamos viendo un fuerte aumento en la concentración accionaria durante el período descrito.

Si miramos a otras economías del continente, tenemos que en el 2009, la concentración de la propiedad en un accionista para Perú es de un 65,5%, para Brasil es de un 54,2%, mientras que para Colombia es de 45,2% y Venezuela es de 51,5%.

Si de mercados de mayor desarrollo se

trata, en Estados Unidos la propiedad en manos del principal accionista es de un 5,4% (Betch y Barca, 2001). En tanto, en el Reino Unido es de 18,5% (Van der Elst, 2004).

Para el caso de los tigres asiáticos, Corea y Tailandia presentan una concentración de 20,4% y 28,9% respectivamente. (Zhuang, Edwards y Capulong, 2001)

Diferentes niveles de concentración pueden tener incidencia en los resultados de las empresas. Por ejemplo, Demsetz en diversos estudios encontró evidencia de la relación positiva entre estructura de propiedad y desempeño de las firmas chilenas.

Por otro lado, la incidencia de la concentración en el grado de eficiencia de las mismas firmas es una hipótesis fundamental de este artículo y podría estar relacionado con las asimetrías de información entre insiders y outsiders. Existe abundante evidencia a partir del análisis de un mercado monopólico versus el contexto de competencia per-

fecta, donde claramente en el primer caso, la maximización del bienestar social será entorpecida, debido a entre otros factores, al escaso y diluido poder negociador de la sociedad civil versus la empresa monopólica.

Ahora bien, es cierto que en determinadas ocasiones, las fusiones pueden aumentar la eficacia en la gestión, pero el punto es considerar cuando éstas aportan o cuando son un riesgo. Es aquí donde es muy útil el índice de Herfindahl, el que será considerado en la metodología del presente documento.

EFICIENCIA

La eficiencia del mercado ha sido tema de recurrentes investigaciones y artículos durante las últimas décadas. En base a lo señalado por Eugene Fama en 1970, un mercado eficiente es el cual en el que los precios siempre reflejan completamente toda la información disponible.¹

Formalmente, puede establecerse como:

$$E(X_{j,t+1}/\theta_t) = 0$$

Es decir, toda la información está contenida en los precios. El valor esperado del error en la estimación del retorno de mercado del activo j para el período que finaliza en $t+1$, dado el conjunto de información disponible al finalizar el período anterior es cero. En este tipo de mercados es imposible para los agentes usar información en pos de rentabilidades extraordinarias.

Roberts, en 1967 distingue tres tipos de eficiencia:

Eficiencia Débil: Los Precios sólo reflejan la información de los retornos pasados.

Eficiencia Semi fuerte: Los precios reflejan toda la información pública.

Eficiencia Fuerte: Los precios consideran toda la información pública y

PAÍS SEDE	PORCENTAJE PROMEDIO DE ACCIONISTA PRINCIPAL									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Brasil	54,2	65,9	70,8	73,2	74,6	75,4	75,9	76,2	76,3	76,4
Chile	52,6	67,3	73,4	77	79,5	81,4	82,8	84	85,1	86
Perú	65,5	78,8	83,3	85,6	86,7	87,4	87,9	88	88,2	88,2
Venezuela	51,5	69,9	75,2	78,2	80,4	81,8	82,8	82,9	83	83
Colombia	45,2	57,9	63,9	67,9	70,7	72,5	73,6	73,8	73,9	74

Fuente: Información obtenida desde Economática.

¹ The market price at any time instant reflects all available information in the market



privada, por lo tanto es imposible con seguir rentabilidades extraordinarias. Existe abundante evidencia empírica en relación a la existencia de eficiencia en los mercados, pero la gran mayoría de estos analizan el mercado norteamericano. Si de estudios sudamericanos se trata, diversos autores, como Urrutia (1995), quien investigó la hipótesis de Randon Walk para Argentina, Brasil, Chile y México, apoyan que sobre todo en economías pequeñas o en mercados emergentes, existe eficiencia débil. Sin embargo, al existir diferentes niveles de concentración societaria para cada uno de los países en estudio, existen por consecuencia distintos niveles de competitividad. Específicamente para el mercado chileno, la evidencia empírica se divide en quienes concluyen que el mercado chileno posee eficiencia débil o quienes señalan que es semi fuerte. Al respecto, a continuación se describen las conclusiones de dos trabajos ejemplificados de ambas conclusiones: Gregoire en 1985 determina que si bien es cierto que todas las reglas de filtro generan ganancias en el período en análisis, la rentabilidad de la estrategia simple es mayor, aún en el caso de incluir las comisiones y otros derechos de bolsa. Este estudio apoyaría la eficiencia débil. Por otro lado, Rodríguez y Walker, en 1993 al comparar la rentabilidad de los fondos mutuos accionarios con la exigida mediante CAPM apoyan la dificultad de vencer al mercado, asunto consistente con la eficiencia de mercado semi fuerte.

CU ESTIONAMIENTOS A LOS MERCADOS EFICIENTES

Fama, no sólo ha sentado las bases para la eficiencia de mercado sino que ha defendido la hipótesis de la eficiencia durante décadas. El supuesto es sumamente relevante, no sólo en la discusión académica, sino que para todos quienes buscan la forma de vencer al

mercado. De ser los mercados eficientes, es imposible vencer constantemente a un índice simple de precios de acciones. Justamente por ello la teoría de Fama posee tantos detractores. Un grupo de detractores empíricos son los arbitadores. La presencia de múltiples operaciones de arbitraje, asegura que los precios de los activos en los mercados subyacentes posean diferencias menores, las que debiesen ser cubiertas por los costos de transacción. Pero los mercados eficientes de Fama también poseen detractores en el mundo académico. Las finanzas del comportamiento de Richard Thaler y Werner DeBondt han desafiado los fundamentos de la hipótesis de los mercados eficientes y señalan que es posible vencer al mercado. En 1985 discutieron que al clasificar las acciones de acuerdo a sus retornos pasados en lapsos de 3 a 5 años, los ganadores del pasado tienden a ser los perdedores del futuro y viceversa. Así, dos potenciales conductas no eficientes serían la sobre reacción o en su defecto, la sub reacción inicial de los inversionistas, luego de lo cual se potenciarán las noticias en su justa medida y por tanto, en los años posteriores los precios vuelven a su nivel correcto. En síntesis, consideran que la evidencia de sobre y sub reacción de los inversionistas señala un mercado ineficiente. Por el contrario, Fama considera la evidencia anteriormente señalada como débil, ya que los dos potenciales escenarios ocurren con similar frecuencia, por lo tanto las anomalías se repartirían de forma aleatoria y sería consistente con la eficiencia de mercado. Sin embargo, quienes pueden tener un mayor impacto en el valor de los activos subyacentes son los especuladores. La especulación aumenta la volatilidad en los precios y por tanto, genera ineficiencias, apartando los precios del valor razonable, pero a su vez aumentando el atractivo de este mercado. Hace algunos años, el Nóbél James

Tobin, propuso un impuesto sobre la especulación que múltiples movimientos antiglobalización han acuñado en sus proclamas. La idea original de Tobin era amortiguar las fluctuaciones de los tipos de cambio mediante un impuesto. Medida que incluso ha recibido apoyo del especulador más famoso del mundo, George Soros. Sin embargo, debido a las críticas de diversas autoridades es poco probable su implementación en alguna medida, sobre todo considerando que de aplicarse sólo parcialmente, se producirían paraísos financieros en los lugares donde no existiese este gravamen. Existen evidencias sustanciales que permiten concluir que las operaciones especulativas aumentan los precios de manera significativa en algunos mercados. Por ejemplo, el mercado del petróleo y del gas en Estados Unidos, determinado en la investigación *The Role of Market Speculation in Rising Oil and Gas Prices*, realizado por el Subcomité de Investigaciones del Comité de Seguridad Interior y Asuntos de Gobierno del Senado de Estados Unidos. Otro aspecto relevante a considerar para el cuestionamiento de la teoría de Fama es el nivel de concentración. La hipótesis principal de este estudio radica en determinar la incidencia del nivel de concentración accionario en el nivel de eficiencia de determinada compañía. Debido a que existe una clara evidencia en sentido de que un aumento del nivel de concentración, atenta contra la eficiencia de mercado, mientras que una organización que posee un controlador débil, tendrá en promedio mayor eficiencia de mercado.

DESEMPEÑO CONTABLE

Una línea de investigación dentro de gobiernos corporativos es la incidencia de la concentración de la propiedad en el desempeño de las firmas. Stein mencionó en un influyente ar

título que existía la discusión sobre la preferencia por las decisiones del mercado, pues aunque podía poseer menos información que un gerente de la firma, estaría menos influenciado a sobreponer sus intereses que el gerente.

Smith (1776) plantea el conflicto de interés tras la falta de diligencia de los agentes cuando no son simultáneamente propietarios.

Ahora, Shleifer and Vishny (1997), así como estudios posteriores sobre la estructura de propiedad han demostrado que en América Latina lo habitual es la presencia de un controlador, por tanto, el principal conflicto radica en su relación con los accionistas minoritarios. En el contexto anglosajón, lo recurrente es una estructura de capital sumamente dispersa.

Con un controlador fuerte como es el caso de los países en estudio, tenemos que la posibilidad de control para nuevos accionistas se dificulta. Por tanto, se generan barreras de entrada que pueden apoyar un atrincheramiento de la administración, lo que atenta contra el desempeño, Stulz (1988)

Altos niveles de concentración de la propiedad eliminarían el problema de free riding para los pequeños accionistas, Shleifer y Vishny (1986). Pero otros autores señalan que la aversión al riesgo de los controladores puede influenciar negativamente las acciones de la gerencia, Adimati, Pfeiderer y Zechner (1994). Es probable que la concentración diluida influyese en generar escaso control.

Por otro lado, desde una perspectiva de gobiernos corporativos, la relación entre la concentración económica y el desempeño accionario es un tema de relevancia.

Así, una adecuada estructura de gobierno corporativo permite mejorar el desempeño económico agregado a través de su efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales. Es decir, al proteger los intereses de los inversionistas minoritarios, los mis-

mos valorarán en mayor medida las acciones y bonos corporativos, generando incentivos para que las compañías financien nuevos proyectos por esta vía. (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2000). En la misma línea, es posible encontrar evidencia empírica que avala que para los países con mayor grado de protección a los accionistas se observa mercados accionarios con mayor valor de mercado e incluso mayor frecuencia de ofertas iniciales de acciones. Así también, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1999) confirman niveles mayores de q de Tobin al existir signos de mejor protección a los inversionistas.

Ahora, considerando el nivel de concentración, existe evidencia empírica que sustenta que las economías con adecuado grado de protección a los inversionistas, pero con inversionistas institucionales o bancos grandes en relación al tamaño de las empresas, y que no enfrentan restricciones respecto a sus inversiones en acciones, lo de mayor habitualidad es la existencia de un número relativamente reducido de inversionistas de tamaño grande. En cambio, para el caso de economías en desarrollo, que poseen una baja protección a los inversionistas y un menor desarrollo en sus mercados de capitales, existirá con mayor probabilidad un alto grado de concentración de la propiedad, la que generalmente presentará un accionista controlador y con frecuencia se observa la formación de grupos económicos o conglomerados. Ahora bien, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1999) encuentran evidencia sustentatoria de la relación entre la protección a los inversionistas y el grado de concentración de la propiedad. Esta relación inversa se explicaría en una búsqueda de protección por parte de los inversionistas, así, una baja protección, generaría incentivos a aumentar el control o para los controladores bloquear oportunidades de tomas de control hostil. (Bebchuck, 1999).

La relación entre concentración de la propiedad y el desempeño accionario es siempre interesante de analizar. Jensen (1986) estima que menor concentración de la propiedad podría implicar menor costo de capital y mejor desempeño para la compañía. Por otro lado, Jensen y Meckling (1976) hallan que mayor concentración implica una estructura de incentivos más alineada con los intereses de los otros accionistas, lo que implicaría que los costos de expropiación debiesen disminuir mientras aumenta la participación del controlador. Ahora, Morck, Schleifer y Vishny (1988) concluyen sobre la no linealidad entre una mayor concentración de la propiedad y el desempeño económico. Así, hay que no obstante en promedio la concentración posee un efecto negativo en el valor de la compañía, posee un efecto positivo para valores bajos de propiedad gerencial, y que esta relación se revierte para la propiedad gerencial entre 5 y 30%. Como se mencionó, para el caso de economías emergentes como son los países del presente estudio, dependiendo del nivel de protección a los inversionistas, su sistema judicial y el desarrollo de los mercados de capitales, el gobierno corporativo se vincula frecuentemente a los grupos económicos. No obstante, la evidencia empírica ampara el que a mayor porcentaje de propiedad del controlador sobre los flujos de caja de las empresas mayor valor económico de las mismas. Le Fort y Walker, 2001, lo avalan para el caso chileno, mientras que Claessens, Djankov, Fan y Lang, 1999, hacen lo propio para los países del Este de Asia.

METODOLOGÍA.

Las variables que se considerarán en el modelo son:

1. VARIABLE IDH:

Al consultar por los cinco países en estudio en las bases del PN UD, obtene-

mos los siguientes datos individuales entre 1980 y 2007, el último año con medición.

2. VARIABLE CONCENTRACIÓN ACCIONARIA:

Luego de dar revista a los artículos más relevantes sobre las materias a tratar, es hora de cuantificar aspectos como la concentración de la propiedad para los países en estudio y determinar la relación con eficiencia de los mismos, con los resultados contables de las firmas y con el desarrollo humano.

Se mencionó con anterioridad los porcentajes de concentración en promedio de las acciones en los países en estudio al 31 de diciembre del 2008 para el accionista principal.

Al respecto, si debiésemos obtener el nivel de concentración de mercado,

una medida aceptada es la utilización del Índice de Herfindahl-Hirschman - IHH:

El mencionado índice es calculado mediante la fórmula:

$$H = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

El IHH puede variar de cero a 10.000.

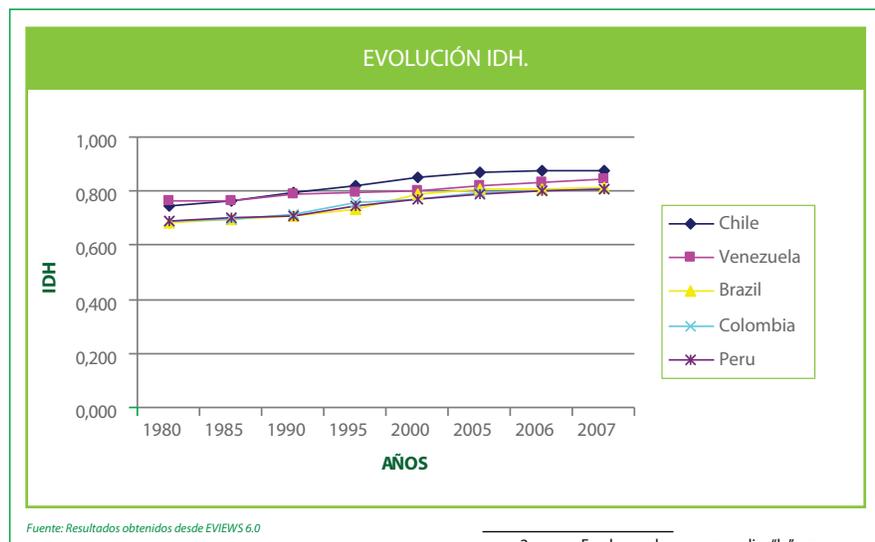
Cuanto más cerca del monopolio ², obviamente aumenta el índice de concentración del mercado, disminuyendo la competencia.

El Departamento de Justicia de EE. UU.

utiliza el IHH para la evaluación de las fusiones. Se considera que un mercado con un resultado de menos de 1.000 como competitivo, un resultado de 1,000-1,800 como moderadamente

HDI RANK	COUNTRY CODE	COUNTRY NAME	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2006	2007
VERY HIGH HUMAN DEVELOPMENT (OR DEVELOPED)										
44	CHL	CHILE	0,748	0,762	0,795	0,822	0,849	0,872	0,874	0,878
58	VEN	VENEZUELA	0,765	0,765	0,790	0,793	0,802	0,822	0,833	0,844
75	BRA	BRASIL	0,685	0,694	0,710	0,734	0,790	0,805	0,808	0,813
77	COL	COLOMBIA	0,688	0,698	0,715	0,757	0,772	0,795	0,800	0,807
78	PER	PERÚ	0,687	0,703	0,708	0,744	0,771	0,791	0,799	0,806

Fuente: Información obtenida en base a los Informes de Desarrollo Humano del United Nations Development Programme.



En el caso de un monopolio, "la" empresa de dicho mercado, al tener una cuota del 100%, el IHH sería de 10.000.

concentrado, mientras que un resultado de 1.800 o más, se clasifica como altamente concentrado. Como regla general, las fusiones que aumentarán el IHH en más de 100 puntos en los mercados concentrados plantean problemas de competencia.

Este índice también ha sido aplicado por la Fiscalía Nacional Económica en Chile, en pos de su labor de posibilitar la libre y sana competencia.

Es de relevancia plantear la salvedad que el mencionado índice normalmente es utilizado para medir la concentración de mercado, pero en pos de cuantificar la concentración de la propiedad en los países de la presente investigación, será calculado en dicho sentido, sin embargo, el que se emplee como adaptación metodológica significaría que debamos denominarlo de otra manera, producto de lo cual será considerado como Índice de Concentración Accionario. Ahora bien, considerando como fecha de corte el 31 de diciembre del 2009, los resultados para los países en estudio serían:

PAÍS SEDE	ICA
Brasil	3.107
Chile	3.048
Colombia	2.269
Perú	4.495
Venezuela	3.036

En función de lo anterior, podemos calificar los mercados en análisis como altamente concentrados. Es fundamental mencionar que para efectos de estimaciones y regresiones se ha considerado el Índice de Concentración Accionaria para los países mencionados durante un período de 10 años.

3. RENTABILIDAD DEL PATRIMONIO:

Este indicador muestra la rentabilidad del patrimonio de la compañía, calculada como la utilidad sobre el patrimonio promedio anual.

CÁLCULO ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN ACCIONARIA 2009											
PAÍS SEDE	PORCENTAJE PROMEDIO DE ACCIONISTA PRINCIPAL										IHH
	1er	2do	3er	4to	5to	6to	7mo	8vo	9mo	10mo	
Brasil	2937,64	136,89	24,01	5,76	1,96	0,64	0,25	0,09	0,01	0,01	3.107
Chile	2766,76	216,09	37,21	12,96	6,25	3,61	1,96	1,44	1,21	0,81	3.048
Perú	4290,25	176,89	20,25	5,29	1,21	0,49	0,25	0,01	0,04	0	4.495
Venezuela	2652,25	338,56	28,09	9	4,84	1,96	1	0,01	0,01	0	3.036
Colombia	2043,04	161,29	36	16	7,84	3,24	1,21	0,04	0,01	0,01	2.269

Fuente: Información obtenida desde Economática.

ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN ACCIONARIA										
PAÍS SEDE	PORCENTAJE PROMEDIO DE ACCIONISTA PRINCIPAL									
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Brasil	3.107	2.966	3.060	3.008	2.908	2.830	2.657	2.551	2.517	2.361
Chile	3.048	3.063	3.065	3.003	2.951	2.956	2.189	2.074	1.937	2.765
Perú	4.495	4.407	4.315	3.377	3.252	3.552	2.335	2.334	2.215	2.130
Venezuela	3.036	3.036	3.036	2.941	2.941	2.941	2.941	2.941	3.759	4.469
Colombia	2.269	2.314	2.158	2.160	2.000	1.942	1.923	1.369	1.358	1.597

Fuente: Información obtenida desde Economática.

4. UTILIDAD POR ACCIÓN:

La Utilidad por acción (UPA), corresponde a la utilidad disponible para los accionistas comunes de una empresa, dividido proporcionalmente al número de acciones pendientes

5. EBITDA POR ACCIÓN:

EBITDA³ por acción es el resultado de dividir el resultado de una compañía antes de intereses, impuestos y cargos por depreciación o amortización por el número de acciones en circulación.

6. ROTACIÓN DEL ACTIVO:

La rotación del activo indica cuánto se generó, en relación con todos los recursos puestos en operación.

RELACIONES ENTRE LAS VARIABLES

Relación entre ICA e IDH.

Tal y como se menciona en el Infor-

me sobre el desarrollo mundial 2009 elaborado por el Banco Mundial, la actividad económica aumenta su concentración geográfica a medida que las regiones prosperan. En menos del 5% de la superficie terrestre del mundo se encuentra la mitad de la producción mundial.

Ahora, claramente es distinto hablar de concentración geográfica que de concentración de mercado o de propiedad, pero se observa que en los países en estudio, la concentración ha aumentado conforme aumenta el nivel de vida de los mismos. Una alternativa es considerar esta correlación como espuria, pero que tanto la concentración, como el IDH y el PIB per cápita aumenten, sólo entrega signos de la mala distribución del ingreso presente tanto en Chile como en los otros cuatro países en estudio.

Así, también posee relevancia el alcance del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo en relación al PIB y la incidencia de este en el Índice de Desarrollo Humano.

Es posible intuir que una mayor concentración del ingreso incidiría en una reducción de la calidad de vida, mien-

³ Earnings Before Interests, Taxes and Depreciation or Amortizations



tras que en situaciones límites podría incluso precipitar estallidos sociales. Como símil de la calidad de vida de la población se ha considerado el Índice de Desarrollo Humano, pues es la forma más apropiada, debido a que luego de obtener los resultados del Índice de Desarrollo Humano calculado por el PNUD para una secuencia de años en los cinco países en estudio, es posible incorporarlo como dato al modelo.

En las tablas anteriores, se aprecia que la Concentración accionaria ha aumentado con el paso del tiempo, al igual que el Desarrollo Humano. Ahora bien, luego de analizar la correlación entre ambas, se corrobora que no existe relación aparente, lo que es avalado por la teoría, pues la concentración atenta contra la distribución de los ingresos y no necesariamente contra el aumento del Ingreso. Luego de este análisis pareciese que para este grupo de países en este período de tiempo tampoco incide en su Desarrollo Humano. Por tanto, la hipótesis de que la concentración atentaría contra el desarrollo humano debe rechazarse.

Ahora bien, se plantea la hipótesis de existencia de relación espuria⁴ entre concentración y desarrollo, pues lo más probable es que el desarrollo no se produzca por existir un mayor grado de concentración.

Debido a lo anterior, se analiza la estacionariedad de los datos, la que consiste en que estadísticamente la muestra cambia a través del tiempo. Para dicho análisis es necesario observar el comportamiento de la media y la varianza en la muestra, el que de continuar constante indica estacionariedad. Ahora, si no permanecen constantes,

la serie es no estacionaria, pudiendo obtenerse relaciones totalmente espurias entre las variables bajo análisis.

Se realizó la prueba de raíz unitaria a las series, la que intenta demostrar la ausencia de estacionariedad en los datos.

Dickey y Fuller encontraron valores críticos para analizar este tipo de pruebas, donde al comparar el valor absoluto del estadístico tau con los valores absolutos de Dickey y Fuller, no se rechaza la hipótesis nula, es decir la serie de tiempo es estacionaria.

Luego del análisis de la variable Concentración Accionaria para cada uno de los países en estudio, se encuentra que los resultados de Chile, Colombia y Perú no muestran presencia de raíz unitaria, por tanto se denominarían integradas de orden 0. Mientras que la variable para Brasil y Venezuela son no estacionarias en niveles y estacionarias en sus primeras diferencias.

Ahora bien, producto de que el IDH es una medición realizada por el PNUD y que se ha realizado anualmente aunque con importantes baches de medición, la cantidad de datos no permite realizar los test de raíz unitaria.

Producto de lo anterior, no existe evidencia para determinar que existe una relación espuria entre ambas variables, aunque estas no posean una conexión lógica.

RELACION ENTRE LA CONCENTRACION ACCIONARIA Y EL RENDIMIENTO DE LAS EMPRESAS EN EL MERCADO

En mercados de mayor desarrollo y por tanto, con una mayor presencia bursátil que los latinoamericanos, se utiliza con frecuencia la tasa q de Tobin. No obstante, debido a que un número significativo de acciones latinoamericanas son transadas con baja habitualidad, los retornos contables debiesen ser mejores indicadores que los valores de mercado⁵.

Debido a ser un Proxy del flujo de caja operacional, que prescinde de la incidencia tributaria, los gastos de depreciación y amortización, se consideró la utilización del EBITDA por acción para medir el rendimiento de la firma, no obstante con posterioridad a las regresiones efectuadas se observó un mayor poder explicativo en la Rentabilidad del Patrimonio. Esta relación es sumamente trascendente y concorde con la teoría, pues que al aumentar la concentración accionaria aumenta la rentabilidad del patrimonio, pero no el EBITDA podría entregarse señales de menoscabo de los accionistas minoritarios.

Ahora bien, ya que diversa evidencia empírica respalda la incidencia negativa que tendría la concentración de la propiedad, en el rendimiento de las firmas, se realizó el análisis en un conjunto de ecuaciones simultáneas para los sectores industriales señalados a continuación⁶:

Se considera un grupo de prueba y otro de control de una muestra de importantes participantes del mercado local. Grupo de Prueba: El grupo de prueba se construye en base a una selección de las compañías con mayor concentración bursátil en Chile para los activos subyacentes de las compañías presentes en el sector bancario.

Grupo de Control: Se consideró en este grupo las compañías con participación accionaria más diluida o atomizada seleccionada en base al mismo universo del grupo de prueba. La industria bancaria se encuentra lejos de ser un sector con alta concentración de mercado. No obstante ello, es posible corroborar que el Índice de Herfindahl-Hirschman ha descendido aún más en los últimos años, sobreto

⁴ En estadística, una relación espuria es una relación matemática en la cual dos acontecimientos no tienen conexión lógica, aunque se puede implicar que la tienen debido a un tercer factor no considerado aún. La relación espuria da la impresión de la existencia de un vínculo apreciable entre dos grupos que es inválido cuando se examina objetivamente.

⁵ Demsetz y Villalonga, 2001 y Mossman et al., 1998.

⁶ Consideremos un sistema de ecuaciones, donde cada uno representa un modelo de regresión lineal. Si la variable dependiente en una ecuación actúa a su vez como variable explicativa en otra ecuación, estamos ante un modelo de ecuaciones simultáneas o modelo multiecuacional. Las variables dependientes son también llamadas variables endógenas. Por su parte, las variables que vienen determinadas por factores externos al modelo son llamadas variables exógenas.

do debido a las fusiones que se han desarrollado en el sector. Ahora bien, el que IHH de la industria esté mucho más cercano a la competencia perfecta que al monopolio, no dice nada sobre la concentración accionaria en cada uno de las instituciones en cuestión.

AÑO	IHH
2006	1.216
2005	1.231
2004	1.200
2003	1.189
2002	1.268
2001	775
2000	747
1999	785
1998	817

Fuente: Información obtenida de la Revista Información Financiera (Impresa), la que incluye información estadística de bancos y otras entidades fiscalizadas por la SBIF.

De hecho, si analizamos el período entre 1999 y 2006, para 10 de los once mayores actores de la industria, -puesto que Banco Estado es una empresa pública-, es posible observar que ha disminuido la concentración accionaria en promedio en cada una de ellas. No obstante ello, se hará una división en base a la fuerza del controlador en cada una de estas instituciones. Considerando la Concentración Accionaria del año 1998 calculado en base a los porcentajes de participación de los tres principales accionistas de 10 de los 11 principales bancos se ha confeccionado dos grupos, en torno al porcentaje de participación del controlador en controladores fortísimos y menos fuertes. Es posible vislumbrar que si bien la industria bancaria posee un nivel bajo de concentración de mercado, la mayor parte de las instituciones que la conforman poseen una alta concentración accionaria. Junto a lo mencionado anteriormente, al analizar los valores de los activos subyacentes de las compañías para el grupo de prueba como para el de control, es posible observar signos de mayor eficiencia en quienes poseían

controladores más débiles.

CONCLUSIONES.

Los países en estudio corresponden a economías emergentes, los que poseen distintos niveles de protección a los inversionistas, así como mercados de capitales que también se encuentran en vías de desarrollo, por lo que generalmente se observan grupos económicos y más aún controladores con porcentajes bastante altos de participación.

Es de relevancia mencionar que al calcular el Índice de Concentración Accionaria, se obtienen valores cercanos al 5.000, salvo las notables excepciones de Perú (4.465) y de Colombia (2.295). En pos de hallar la relación o el impacto que la concentración genera, es que se ha realizado un estudio en base a ecuaciones simultáneas utilizando las variables mencionadas en el cuerpo del presente estudio, pero que aborda en forma principal el impacto de la concentración accionaria en los retornos contables, en la eficiencia de mercado y en la calidad de vida de la población.

El problema de obtener mediciones para cada una de las variables se ha resuelto mediante la utilización del IHH para la concentración de mercado de ciertos sectores industriales en Chile, así como un símil metodológico para determinar la concentración accionaria en los 5 países en estudio. Ahora bien, se incluyó también el IDH para la calidad de vida, así como para el caso de los retornos contables se utilizó una selección de variables explicadas en mayor detalle en el cuerpo de la presente investigación, mientras que para

la eficiencia de mercado fue necesario utilizar un grupo de prueba y otro de control.

Producto del análisis anteriormente descrito, se han obtenido las siguientes conclusiones en torno a los efectos de la concentración del poder económico:

La eficiencia de mercado en el grupo de empresas con controladores débiles es claramente mayor que la del grupo de prueba donde existe una mayor concentración accionaria. Es importante considerar que la concentración de mercado es media o baja para todos los sectores industriales del país de los que se eligió compañías para determinar la eficiencia de mercado.

Existe una incidencia positiva de la concentración accionaria en la rentabilidad del patrimonio.

No se encuentra evidencia de que la concentración accionaria atente contra el desarrollo humano. ←

© Trend Management

BIBLIOGRAFÍA.

- Alexander (1961): "Price movements in speculative markets: trends and Random Walks", *Ind. Manag. Review*, 2, 7-26.
- Cochrane (1987): "Spectral density estimates of unit roots", WP Chicago Univ.
- Fama (1965): "Time Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, 38, p34-105.
- Fama & French (1988): "Permanent and temporary components of stock prices", *J. of political Economy*, 96, 246-273.
- Lo & MacKinlay (1988): "Stock Market Prices do not Follow Random Walk-Evidence from a Simple Specification Test", *Review of Financial Studies*, p. 41-66.
- Lo & MacKinlay (1999), "A Non-Random Walk Down the Wall Street", Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Poterba & Summers (1988): "Mean reversion in stock returns: evidence and implications", *Journal of Financial Economics*, 22, 27-60.
- E. F. Fama (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*.
- Jorge L. Urrutia (1995), "Tests of random walk and market efficiency for Latin American emerging equity markets", *Journal of Financial Research*, V18 n3.
- Fernando Lefort (2003), "Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa? Cuadernos de econ. v.40 n.120 Santiago ago. 2003

CÁLCULO ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN ACCIONARIA 2009

AÑO	BANCO 1	BANCO 2	BANCO 3	BANCO 4	BANCO 5	BANCO 6	BANCO 7	BANCO 8	BANCO 9	BANCO 10	BANCO 11
2004	3.227	2.514	Público	2.883	3.679	2.492	2.349	9.988	9.704	9.976	S/I
2003	2.698	2.514	Público	3.226	3.679	2.566	2.383	9.691	10.000	9.976	S/I
2002	2.689	Público	Público	3.217	3.619	5.303	9.679	2.180	S/I	10.000	9.976
2001	3.208	4.834	4.834	3.742	3.209	3.198	3.217	9.250	2.246	8.927	S/I
2000	3.210	Público	Público	3.733	3.334	2.900	3.206	9.256	S/I	2.525	7.045
1999	3.198	Público	3.727	4.909	3.282	3.159	3.192	9.220	3.441	S/I	2.510
1998	3.189	Público	3.656	4.959	3.180	659	3.238	975	1.226	6.529	S/I

Fuente: Información obtenida de la Revista Información Financiera (Impresa), la que incluye información estadística de bancos y otras entidades fiscalizadas por la SBIF.