



UNIVERSIDAD
DE PIURA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**El impacto de la concentración de la propiedad en el
desempeño: El caso de las empresas peruanas listadas en
la Bolsa de Valores de Lima**

Tesis para optar el Título de
Economista

**Daniela Alejandra Cirilo Herrera
Camila Karina Delgado Neyra**

**Asesor(es):
Dr. Álvaro Edmundo Tresierra Tanaka**

Lima, noviembre de 2022

NOMBRE DEL TRABAJO

Tesis DCCD 21112022.docx

AUTOR

DCyCD DC

RECUENTO DE PALABRAS

12296 Words

RECUENTO DE CARACTERES

70150 Characters

RECUENTO DE PÁGINAS

56 Pages

TAMAÑO DEL ARCHIVO

1.1MB

FECHA DE ENTREGA

Aug 23, 2023 6:08 PM GMT-5

FECHA DEL INFORME

Aug 23, 2023 6:10 PM GMT-5**● 19% de similitud general**

El total combinado de todas las coincidencias, incluidas las fuentes superpuestas, para cada base de datos.

- 18% Base de datos de Internet
- Base de datos de Crossref
- 15% Base de datos de trabajos entregados
- 14% Base de datos de publicaciones
- Base de datos de contenido publicado de Crossref

● Excluir del Reporte de Similitud

- Fuentes excluidas manualmente
- Bloques de texto excluidos manualmente

Dedicatoria

A mis padres, Jose y Dora.

Daniela Cirilo

A mi hermano, Paulo.

Camila Delgado





Agradecimientos

Agradecemos a nuestras familias por todo el apoyo incondicional en estos años de estudio. Asimismo, al Dr. Álvaro Tresierra por su compromiso y consejos a lo largo de este proceso de titulación.





Resumen

En la siguiente investigación se busca encontrar si existe alguna relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas, medido por el ROA, listadas en la Bolsa de Valores de Lima. Así con la información financiera de 59 empresas en el periodo 2005 al 2018, se realizó la estimación usando el Método Generalizado de Momentos, que corrige la endogeneidad entre las variables de interés. Bajo esta metodología se halló que existe una relación negativa entre ambas variables.





Tabla de contenido

Introducción	13
Capítulo I: Marco Teórico	17
A) Teoría de la firma	17
B) Evidencia Empírica	18
Capítulo II: Hipótesis	23
Capítulo III: Metodología	25
A) Base de Datos	25
B) Variables	26
C) Modelo	27
Capítulo IV: Resultados	33
A) Análisis descriptivo	33
B) Resultados de la investigación	36
Conclusiones	41
Recomendaciones	43
Limitaciones	45
Lista de referencias	47
Apéndices	53
Anexos	55





Lista de Tablas

Tabla 1: Definición de variables	26
Tabla 2: Composición accionaria para empresas peruanas	33
Tabla 3: Estadística descriptiva de las variables	34
Tabla 4: Estadística descriptiva de las variables según sector	35
Tabla 5: Matriz de correlación Desempeño (ROA)	35
Tabla 6: Resultados - GMM	37
Tabla 7: Resultados por Sector	39
Tabla 8: Resultados - Mínimos Cuadrados Ordinarios	55
Tabla 9: Resultados - Efectos Fijos & Aleatorios	56





Introducción

El poder en manos de pocos ha sido un problema a solucionar en las organizaciones desde las primeras sociedades. Usualmente sucede que, si un grupo acotado de personas sostiene el poder por mucho tiempo, impulsado por mecanismos perversos, puede terminar tomando decisiones que antepongan su beneficio por sobre los intereses de los demás. No obstante, aunque este argumento pueda parecer determinante, no hay que olvidar que esta forma de gobierno también tiene ventajas importantes, como son el poder tomar y ejecutar decisiones de una manera rápida o incrementar la capacidad de asegurar planes de largo plazo.

Y, si bien estas ventajas y desventajas de la organización del poder han sido plasmadas históricamente en gobiernos estatales, ha sido desde hace solo unas décadas que se ha enfocado su análisis en el gobierno dentro de las empresas: ¿Qué genera más beneficios? ¿Tener un número limitado de dueños o un grupo diversificado de propietarios?

Es este tipo de preguntas, relacionadas a la estructura de un gobierno corporativo, las que se comienzan a plantear autores como Berle y Means en 1932¹; pero, recién es desde 1976, con Jensen y Meckling, que se empieza a analizar con mayor profundidad la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa.

Investigadores como Demsetz, 1983; Shleifer y Vishny, 1986; Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Maury, 2006; Edgerton, 2012; entre otros, comenzaron a indagar sobre esta potencial relación, posiblemente impulsados por elementos económicos modeladores de los últimos veinte años, tales como la integración de los mercados económicos, lograda gracias a la liberación, globalización y privatización de los mercados financieros; y el surgimiento de escándalos y desastres corporativos (Mitra, 2019). Y si bien todos han buscado evaluar el mismo efecto, los resultados que se han obtenido son muy variados. Mientras que algunos autores como Cole y Mehran (1998), Espinosa (2009), Mohammad y Faudziah (2018) y Suresha y Ravikumar (2018) sustentan que existe una relación positiva entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa, otros autores, como Espinosa y Maquieira (2010b) y Figueiredo (2016), proponen que la relación es negativa. Lo que es interesante, es que ambos tipos de investigaciones se pueden explicar a través de la teoría de agencia. Mientras que en el primer caso, el accionista mayoritario podría monitorear mejor a los directores, alinear intereses de manera conjunta y conseguir mejores desempeños; en el segundo, si la empresa es familiar o piramidal, el accionista podría utilizar su influencia para subsanar otras líneas de negocio a costa de la eficiencia de

¹ Se publicó *The Modern Corporation and Private Property* (Berle y Means, 1932), uno de los primeros libros que analiza la estructura de los gobiernos corporativos.

esta. La diferencia se determina considerando el contexto en donde se realiza, siendo crítico si existe un ambiente institucional fuerte que proteja a los inversionistas minoritarios, o no, y su poder para evitar el segundo caso. Por último, además de estos dos escenarios, existen otros dos grupos de investigadores, los que defienden que no existe una relación significativa entre ambas variables (Demsetz y Villalonga, 2001; Espinosa y Maquieira, 2010a) y los que afirman que aún no se pueden tener resultados enteramente concluyentes (Aluchna y Kaminski, 2017).

A pesar de la extensa literatura financiera que se ha podido generar sobre esta relación, la mayoría de estos estudios han sido originados en Estados Unidos, Europa o países con economías desarrolladas; siendo muy pocas las investigaciones que han generado evidencia contundente sobre cómo la concentración de propiedad afecta el desempeño de la empresa en países sudamericanos o en vías de desarrollo (Espinosa y Maquieira, 2010b; Maquieira, Espinosa y Vieito, 2011; Mitra, 2019; entre otros). En Perú, por ejemplo, existen muy pocos estudios sobre el tema, entre ellos están el de Bazán en el 2015, y el de Garrido en el 2007.

Es en vista de esto, la falta de literatura e información enfocada en las empresas del Perú en la última década, que se propone el presente estudio, enfocado en resolver la siguiente pregunta: ¿Puede la concentración de propiedad afectar el desempeño de la empresa peruana?

Para resolver esta cuestión se decide construir un panel de datos de empresas peruanas que permitan analizar esta relación. Por tal motivo, considerando solo aquellas empresas que se mantuvieron en actividad en el periodo de los años 2005 y 2018 y que no pertenecieran al sector Banca, AFPs y Seguros o al sector de Servicios Públicos; se seleccionan 59 compañías de la Bolsa de Valores de Lima.

Posteriormente, se define el modelo más acorde para el análisis de datos; aunque para lograrlo, primero se tiene que definir el tipo de relación que mantienen las variables de interés. Si bien históricamente existe una discusión sobre si la relación entre estas es exógena o endógena, en esta investigación se toma la posición que existe una relación endógena. Esto se debe a que, en un ambiente donde la regulación corporativa es débil, la concentración de propiedad brinda un mayor poder de control a los accionistas mayoritarios, pudiendo afectar directamente en la gestión y en el desempeño de la empresa; a su vez que, los resultados del desempeño de la empresa pueden atraer o desincentivar la compra de acciones de la compañía influyendo en la concentración de propiedad. La endogeneidad representa un desafío en diversas investigaciones debido a que puede crear estimadores inconsistentes, los cuales pueden llevar a inferencias equivocadas y conclusiones engañosas (Ullah, Akhtar y Zaefarian, 2018), por tal motivo es muy importante hallar un modelo que nos ayude a controlarla y obtener

resultados más precisos. Es en este contexto, y luego de analizar distintos modelos², es que se decide trabajar con el *General Method of Moments*, o Método Generalizado de Momentos en español, al cual se le referirá como *GMM*³. Este modelo, utilizado por Blundell y Bond en 1998, sirve de base para investigaciones exitosas de concentración y desempeño en Sudamérica por autores como Espinosa, Jara, Maquieira y Vieito (2016) y Barros, Figueiredo de Castro, Di Miceli y Bergmann (2010). Previamente, en Perú aún no se ha usado este modelo para este tipo de investigación; pero, se considera el modelo más adecuado para analizar la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa debido a que permite utilizar rezagos de la variable dependiente como variables instrumentales, dando la posibilidad de generar estimadores consistentes. En un panel dinámico, a diferencia de otros modelos como el de Efectos Fijos, el *GMM* permite identificar un momento estadístico específico, generado por la variable instrumental, y estimarlo, minimizando la varianza del estimador muestral del momento.

Los resultados mostraron la existencia de una relación significativa y negativa. Según Figueiredo (2016) esto se debe posiblemente al efecto de atrincheramiento en el cual el accionista mayoritario toma ventaja del poder que tiene sobre la empresa, priorizando el beneficio propio a costa del desempeño de la organización. Así, para evitar el efecto mencionado anteriormente, las empresas incurren en costos de agencia relacionados a gastos adicionales para imponer controles que mantengan el buen gobierno corporativo, impactando de manera directa en las utilidades de la compañía.

Además de la diversidad de modelos econométricos, también existe una amplia heterogeneidad de metodologías en las investigaciones financieras respecto a los términos que se pueden usar para definir desempeño (Maquieira et al. 2011). Según Jelinek y Stuerke (2009); Hanousek, Kočenda y Svejnar (2007); y Moscu, Grigorescu y Prodan (2015) recomiendan el ratio *ROA* para definir el desempeño, alegando que este ratio es útil para economías donde los indicadores basados en el rendimiento de las acciones no reflejan adecuadamente el desempeño debido a las limitaciones del mercado de valores. Así, y según un artículo realizado por Macroconsult (2021)⁴, el mercado de capitales peruano todavía tiene aspectos por mejorar debido a que es pequeño, cuenta con baja liquidez y poca profundidad con respecto a sus pares de la región, muestra alta concentración bursátil, entre otras. Asimismo, según Mohammad y Faudziah (2018), el ratio *ROA* se podría definir como las expectativas que presentan los accionistas sobre el desempeño futuro de la empresa. Bajo estos argumentos se eligió el ratio *ROA* para representar de mejor manera el desempeño de las empresas peruanas listadas.

² Revisar Anexo 1

³ Siglas en inglés de *Generalized Method of Moments*.

⁴ Rexvi Rivera, economista de Macroconsult. Fuente

<https://grupomacro.pe/macroconsult/2021/04/06/limitantes-y-retos-del-mercado-de-capitales-peruano/>

Para finalizar, también se analiza si la relación entre concentración y desempeño cambia en los sectores de Agrario, Diverso, Industrial y Minero, contribuyendo con la literatura, al realizar un análisis por sector económico dentro de las empresas peruanas. Gracias a este análisis se puede determinar que se mantiene un efecto negativo y significativo de la concentración de propiedad en el desempeño para el sector Agrario, generado posiblemente por la heterogeneidad de empresas del sector así como la ausencia de formas organizacionales que aseguren la eficiencia económica (Hockmann, Wandel y Nedoborovsky, 2005).

La investigación se encuentra presentada de la siguiente manera. En el capítulo I se provee una explicación de la teoría de la firma, así como la evidencia empírica internacional y regional presente hasta el momento. Posteriormente, en el capítulo II, se postulan las hipótesis principal y secundaria de la investigación. Luego, en el capítulo III se define la metodología a emplear, considerando tanto bases de datos y variables como modelos econométricos. Después, en el capítulo IV se analizan los datos de manera descriptiva para luego exponer los resultados primordiales del estudio. Finalmente, se listarán las conclusiones, recomendaciones y limitaciones para las investigaciones futuras.



Capítulo I: Marco Teórico

A) Teoría de la firma

A mediados del siglo XVIII, se iniciaron los estudios realizados sobre gobierno corporativo y la relación entre propiedad y gestión. Adam Smith, uno de los primeros exponentes, comentó en su estudio de 1776 su preocupación de que los directores/administradores de una empresa de capital conjunto no necesariamente se encuentren alineados con los objetivos de los dueños, aún por más que estos estén bajo el control de estos últimos (Smith, 1776).

Este tipo de cuestionamiento surgió debido al nuevo modelo de sociedad anónima. En comparación con la administración de una empresa cuyo control ha estado concentrada en una sola persona, este nuevo modelo mostraba una disminución de la concentración de propiedad y una mayor dificultad de una administración eficiente de la empresa.

Así se iniciaron los estudios empíricos sobre el tema. Conforme con el trabajo de Berle y Means (1932), se evidenció la disyuntiva entre los intereses de los directores/administradores de la empresa y los propietarios, causando ciertos conflictos de interés (problemas de agencia). En un estudio empírico con diferentes empresas grandes, analizaron que la poca concentración de propiedad les otorgaba a los directores/administradores un mayor poder, lo cual aumenta la probabilidad de que actúen bajo sus propios intereses.

Luego de cinco años, en 1937, Coase desarrolla la teoría de que cualquier actividad a ser realizada por la empresa enfrenta la comparación de dos tipos de costos para su futura ejecución (costos de transacción). Es decir, la empresa entra en la disyuntiva de si le conviene producir internamente o adquirir los recursos en el mercado. De la misma forma, también introdujo la teoría de los problemas de agencia. Según lo expresado por el autor, existe el reto de elaborar un contrato que contenga los incentivos y el esfuerzo en sus labores, el cual garantice el cumplimiento del principal objetivo: un mejor retorno para los propietarios de la empresa.

Por otro lado, Jensen y Meckling (1976), facilitan un avance en la teoría de la estructura de propiedad de las empresas y enfatizan la relación entre el principal y el agente. Ellos definen también que la relación de agencia es un contrato entre el accionista/propietarios (principal) y los directores/administradores (agente), en el cual los últimos son contratados, y a los cuales se les delega un cierto poder, para realizar un servicio en nombre de los propietarios. Sin embargo, el agente, al igual que el principal, también busca maximizar su utilidad y existe la posibilidad de que no siempre se tomen decisiones que estén en línea con los intereses de los accionistas. Asimismo, abordan la definición de los costos de agencia, los cuales son asumidos para alinear los intereses de los gerentes con los de ellos.

De la misma forma, Fama (1980) define a las empresas como un conjunto de contratos establecidos entre los factores que operan dentro de ella, cada uno con la motivación de maximizar su utilidad individual.

Posteriormente, Okimura (2003) afirma que la teoría de agencia tiene como base la existencia de contratos incompletos. Es decir, existe una dificultad alta con la que se encuentra la empresa para definir y establecer todas las probables contingencias en un contrato con los directores/administradores, según un determinado nivel de incertidumbre. Además, establece que un alto nivel de costos y de esfuerzo se requerirá para poder medir todos los posibles resultados de cada una de las contingencias.

Por último, los autores Saito y Silveira (2008) fueron los primeros en abordar los beneficios y costos de separar la propiedad del control dentro de las empresas y en tener presente los conflictos de interés que genera aquellas estructuras de propiedad que son poco concentradas sobre el desempeño y el valor de las empresas.

B) Evidencia empírica

La relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas puede tener gran impacto en el desarrollo del mercado de capitales y en las prácticas de buen gobierno corporativo. Si bien en el Perú este tema no ha sido estudiado a profundidad, en el contexto internacional, la literatura relacionada es más amplia. No obstante, la mayoría de estudios en el tema se han realizado en países cuyo mercado de capitales se encuentra en consolidación o en donde las buenas prácticas de gobierno no están bien definidas.

La literatura sobre esta relación presenta resultados diferentes. Hay estudios que concluyen que existe una relación positiva o negativa entre ambas variables, así como hay estudios que no encuentran relación alguna entre ellas. Así, en el presente capítulo revisaremos los principales estudios sobre la concentración de propiedad y el desempeño.

Cole y Mehran (1998) realizan un análisis para empresas que cambiaron su estructura de propiedad a una menos concentrada. Ellos encuentran que el desempeño de la empresa está correlacionado con los cambios en la estructura de propiedad de la misma y que hay un efecto positivo entre ellas. Por otro lado, Demsetz y Villalonga (2001) realizaron su investigación con una muestra de 223 empresas estadounidenses listadas a finales de los años setenta. Sin embargo, ellos no encontraron relación significativa entre estas variables. Concluyen que el resultado obtenido se debe a la eficiencia del mercado estadounidense.

Además, Aluchna y Kaminski (2017) investigaron la relación entre estas variables para el caso de 495 empresas listadas en Polonia, el mercado de valores más grande Europa central, para los años 2005 a

2014. Los autores identificaron una relación negativa entre la concentración de propiedad y el *ROA* de la empresa. Sustentan que utilizaron el *ROA* como variable de desempeño, ya que consideraron que es un buen indicador para reflejar la rentabilidad contable de las empresas que se encuentran en países emergentes. Con respecto a la relación negativa entre las variables, asocian a que es un problema proveniente de la teoría de agencia. Al operar en un ambiente institucional débil, donde la protección a los inversionistas minoritarios es deficiente, los inversionistas mayoritarios colisionan entre sí para obtener sus propios intereses sin entender que así perjudican el desempeño de la empresa.

De la misma manera, Mohammad y Faudziah (2018) y Suresha y Ravikumar (2018) buscan probar la existencia de una relación entre las variables para los mercados emergentes de Jordania e India, respectivamente. Para el caso de Jordania, los autores utilizaron una muestra de 228 empresas, entre los años 2015 y 2016, el ratio *ROA* como variable de desempeño y la regresión MCO como modelo; encontrando que efectivamente existe una relación y que esta es positiva. Asimismo, para el caso de la India, los autores realizaron el estudio con una muestra de 100 empresas para los años 2010 a 2015. Los resultados que ellos encontraron bajo una regresión MCO fueron opuestos según el tipo de indicador de desempeño que aplicaron (*Q* de Tobin o *Return on Capital Employed*).

En el entorno latinoamericano, Espinosa (2009) investiga la relación entre estructura de propiedad y desempeño de 204 empresas chilenas para el periodo 1998-2007. Mediante el Método de Efectos Fijos y el Método Generalizado de Momentos en dos etapas obtuvo como resultado una relación negativa significativa entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa. El autor concluye que la relación se sustenta porque los principales accionistas son motivados por la posibilidad de extraer riqueza para ellos, perjudicando el rendimiento de la empresa. Posteriormente, Espinosa y Maquieira (2010), presentan dos estudios sobre la concentración de propiedad y el desempeño. En el primero toman una muestra de 70 empresas chilenas listadas para el periodo 2000-2007 y utilizando las metodologías de Efectos Fijos y Aleatorios encuentran que mientras menor sea el grado de concentración mayor será el desempeño de la empresa. Para el segundo estudio los autores tomaron una muestra de 12 empresas chilenas que sean emisoras de ADR (American Depositary Receipts) para el periodo 1998-2007 y, empleando los modelos de Efectos Fijos y Mínimos Cuadrados en dos etapas, observan que no existe relación significativa entre las variables. Por tal motivo sugieren que la concentración de propiedad es independiente del desempeño de la empresa.

Maquieira et al. (2011) presentan una investigación sobre la relación de la concentración de propiedad y desempeño de 70 empresas chilenas listadas para el periodo de tiempo del 2000 al 2007. En general encuentra una relación negativa entre la concentración de propiedad y el desempeño. Asimismo,

separan la muestra en dos grupos, “menos concentradas” y “más concentradas”. La relación negativa se mantiene en la segunda submuestra; sin embargo, la relación se invierte en el grupo de empresas con una menor concentración de propiedad, esto en línea con el supuesto de que estas empresas suelen tener un mejor desempeño.

Espinosa et al. (2012a) realizan un estudio para hallar los principales determinantes de la estructura de propiedad para 4 países de Latinoamérica (Argentina, Chile, México y Perú) y comparar si estos son los mismos que en EE.UU. Con una muestra de 133 empresas para el periodo 1998-2007, y utilizando la metodología de *GMM* en dos etapas, encuentran diferentes resultados según el país. En el caso de Chile los resultados son similares a los encontrados en EE.UU.; no obstante, para los países de Argentina, México y Perú solo algunos de los determinantes de la estructura de capital son relevantes y significativos. Posteriormente, en otro estudio realizado por Espinosa et al., también en el 2012, buscan encontrar una relación entre la diversificación de propiedad para 67 empresas chilenas públicas para el periodo de tiempo del 2000 al 2007. Ellos encuentran una relación negativa y significativa solo cuando el principal accionista tiene más del 67% de las acciones.

Jara-Bertin, Espinosa y Lopez-Iturriaga (2015) analizan el efecto de la diversificación de la propiedad y el efecto de la diversificación del negocio; es decir, tener diferentes líneas de negocio, en el valor de la empresa. Para esto utilizan una muestra compuesta por 83 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Santiago, para los años 2005-2013. Ellos llegan a la conclusión que existe una relación negativa entre el valor de la empresa y la diversificación de propiedad.

Figueiredo (2016), realiza un estudio sobre la relación entre la estructura de propiedad con el valor y desempeño de las empresas. Para ello se utilizó una muestra de 729 empresas de 6 países latinoamericanos (Argentina, Chile, Colombia, México y Perú) para los años 2011 y 2014. Mediante las metodologías de Mínimos Cuadrados Ordinarios con Efectos Fijos y Mínimos Cuadrados en dos etapas con variables instrumentales obtienen como resultado que la concentración de propiedad impacta de manera negativa y significativa al valor y desempeño de las empresas.

Por último, Espinosa, Jara y Maqueira (2018) analizan el posible efecto de la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa, inclusive centrándose en si la empresa es o no familiar; es decir, si los dueños son una sola familia y existiendo mayor concentración. Con una muestra de 104 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Santiago entre 2005-2016, empleando la metodología *GMM* sistémico, reportan encontrar un efecto positivo entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa. Sin embargo, cuando la empresa es familiar la relación es inversa.

En el contexto peruano, existen dos estudios que buscan entender la relación entre ambas variables. Por un lado, tenemos a Garrido (2007), quien realiza un estudio sobre la relación entre estas variables empleando una muestra de 103 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima para los años 1995 al 2004 y una metodología de Mínimos Cuadrados Generalizados. Entre los resultados presentados por el estudio mencionan que encontraron una relación positiva entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa. Por otro lado, Bazán (2015) busca entender el efecto de que una empresa sea familiar en el desempeño de la misma y compararlas con el desempeño de las que no lo son. El estudio incluye una muestra de 123 empresas que abarca desde el 2000 hasta el 2011 y el uso de las metodologías MCO y Efectos Aleatorios. Los autores encuentran que aquellas empresas familiares, concentradas, presentan un menor desempeño que las otras empresas.

Como hemos visto en parte de este capítulo, existen diferentes resultados entre la relación de la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa. En los casos en los que no se encuentra relación alguna, las causas son las siguientes: (i) el periodo de evaluación era muy próximo a la implementación de normas de gobierno corporativo en el país, y (ii) en países donde los temas de gobiernos corporativo se encuentran bien desarrollados, las ventajas que genera la no concentración terminan igualando los costos que esta genera. En las investigaciones, tanto donde los resultados dan positivo o negativo, se enfoca la causa en la teoría de agencia. Esto es debido a que, si la empresa está más concentrada, el accionista mayoritario puede monitorear mejor a los directores, asociando los intereses de este a los de él y así, por consiguiente, lograr un mejor desempeño de la empresa. Mientras que por otro lado, aquellas empresas familiares o piramidales, donde el principal accionista se aprovecha del control que tiene para subsanar aquellas líneas de negocios no eficiente con los recursos de otras, genera que en total la empresa termine teniendo un mal desempeño.

Sin embargo, a pesar de ver las posibles causas que influyen en la relación entre ambas variables, no existen resultados concluyentes sobre el impacto de la concentración de propiedad en el desempeño de la empresa, tanto para países desarrollados como países emergentes. En vista de esto, y al escaso análisis existente que se puede observar en la literatura peruana sobre esta relación, es que nos planteamos la siguiente cuestión: ¿existe alguna relación significativa entre las variables de concentración de propiedad y el desempeño de la empresa en las empresas peruanas listadas en la Bolsa de Valores de Lima en los últimos años?



Capítulo II: Hipótesis

Responder esta pregunta será el objetivo principal de la investigación. Esto se debe a la falta de información en Perú, y en otros países en vías de desarrollo, para responder a la existencia, o inexistencia, de la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas a lo largo de los años (Espinosa et al. 2016). Este objetivo se realizará analizando el comportamiento de las empresas peruanas listadas en la Bolsa de Valores de Lima en el periodo 2005-2018 a través de una investigación cuantitativa, la cual utilizará distintos modelos metodológicos que nos permitan contribuir al vacío en la literatura.

No obstante, antes de pasar a la revisión de datos y el análisis, se plantea establecer una hipótesis de partida. En el capítulo anterior, se muestra que existen investigaciones en las que no se encuentra relación alguna entre las variables de interés, lo cual es debido a que el periodo analizado es muy cercano a la implementación de nuevas normas de gobierno corporativo (Espinosa y Maquieira, 2010a) o a que el país tenga un marco de gobierno corporativo desarrollado (Demsetz y Villalonga, 2001). Tomando esto en consideración, se observa que el periodo de tiempo y el país escogido para esta investigación sí permiten que exista un efecto entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas; es decir, que lo sostenido en la teoría de la firma podría tener validez. Al permitirse que exista un conflicto de intereses entre los dueños (principal) y los administradores de la empresa (agente), el desempeño de la misma podría verse afectado por distintos intereses personales de los accionistas y directores, así como cambios en la estructura de estos (Berle y Means, 1932).

Existe divergencia en la literatura respecto a qué posición tomar. Por un lado, están las investigaciones donde la relación es positiva, las cuáles sustentan que las empresas más concentradas tienen mejores desempeños. Esto se debe a que un mayor control de accionistas a directores les permitiría alinear intereses para el bien de la compañía de manera más eficiente. Por otro lado, existen estudios donde los resultados son negativos. Estos proponen que las empresas familiares o piramidales se comportan de manera particular y que el principal accionista se aprovecha de su control para subsanar otras líneas de negocio, volviendo menos eficiente a la organización estudiada y generando un mal desempeño. No obstante, es fundamental determinar una posición.

Si bien la teoría de agencia influye en ambas relaciones, al final el efecto termina siendo definido por el contexto en donde se realiza. Si la relación se da en un ambiente institucional débil, donde la protección a los inversionistas minoritarios es defectuosa, es probable que los inversionistas mayoritarios coalicionen entre sí para obtener sus propios intereses, perjudicando el desempeño de la empresa sin saberlo (Aluchna y Kaminski, 2017). Por tal motivo, se considerarán de manera especial los estudios generados en el contexto de Latinoamérica y de Perú.

En esta región, las investigaciones de Espinosa (2009), Espinosa y Maquieira (2010), Maquieira et al. (2011), Espinosa et al. (2012b) y Figueiredo (2016), nos señalan que la relación suele ser negativa, relacionado a variables de empresas familiares y un marco legal débil. Además, el estudio de Bazán (2015), en Perú, nos señala que las empresas familiares concentradas, las cuáles se encuentran en un alto número en el país, presentan un menor desempeño que en otras empresas.

Por tal motivo, y tomando en cuenta las investigaciones de Espinosa (2009), Maquieira et al. (2011), Jara-Bertin et al. (2015), Bazán (2015), Figueiredo (2016), Aluchna y Kaminski (2017); que sostienen que existe una relación negativa entre las variables de interés, se plantea la siguiente hipótesis.

Hipótesis 1. *Existe una relación significativa y negativa entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas peruanas.*

Asimismo, planteamos un objetivo secundario como parte del estudio relacionado a un análisis sectorial. En este se plantea analizar la relación de la concentración de propiedad y el desempeño de la organización de manera segmentada por sector económico y así poder determinar si los efectos varían de sector en sector o si es un efecto uniforme en la base analizada.

De igual manera que el objetivo principal, el resultado de determinar la veracidad de la siguiente hipótesis es relevante debido al impacto que puede generar en políticas gubernamentales futuras que impacten a empresas privadas. Basándonos en las investigaciones de Saleh, Halili, Zeitun y Salim (2017) y Suresha y Ravikumar (2018), en las que se encuentra que la relación y el impacto de los resultados pueden variar entre industrias debido al tipo de estructura de propiedad que las caracteriza a cada una de estas, postulamos la siguiente hipótesis.

Hipótesis 2. *La concentración de propiedad tiene un efecto en el desempeño de las empresas peruanas que varía por sector económico.*

Capítulo III: Metodología

A) Base de datos

Para la investigación propuesta se utilizará una base de datos tipo panel balanceado con información financiera de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) para el periodo de los años 2005-2018. En este periodo de tiempo, más de 286 empresas se encontraban listadas en la Bolsa; sin embargo, se ha decidido no incluir a aquellas empresas que, debido a bancarrota, fusión, etc., hayan dejado de cotizar antes del 2018. Asimismo, tampoco se ha considerado ninguna empresa cuya cotización en la Bolsa haya iniciado después del 2005. Estos primeros filtros podrían generar lo que se conoce como sesgo de supervivencia; es decir, considerar sólo aquellas empresas que en promedio han podido generar un retorno positivo en ese rango de tiempo. No obstante, se realizaron estos filtros con el fin de construir un panel balanceado.

Como segundo corte se decidió retirar a aquellas empresas del sector Banca, AFP y Seguros, y del sector de servicios públicos. En el primer caso, estas empresas presentan una normativa contable distinta y en ambos casos son sectores ampliamente regulados. Asimismo, en el caso de las empresas del sector de servicios públicos, el Estado Peruano, a través de una serie de legislaciones, juega un papel determinante en la administración y dirección de estas, pudiendo generar un diferenciador respecto a las otras empresas y, en consecuencia, terminar afectando nuestros resultados.

Así la base de datos a utilizar cuenta con un total de 59 empresas, obteniendo una muestra que representa 21% del universo de empresas listadas en la BVL en el 2018. Las empresas en la muestra se encuentran distribuidas entre los siguientes sectores económicos: Agrario, Diverso, Industrial y Minero.

La información financiera de estas empresas fue extraída de los Estados Financieros publicados en las páginas web de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Además, para todos los datos que no se pudieron conseguir en estas plataformas, se utilizó la plataforma de Bloomberg. Por otro lado, los datos del producto bruto interno fueron obtenidos de la página web del Banco Central de Reserva.

B) Variables

A continuación, se presentan las variables que permitirán construir el modelo y posteriormente la descripción del mismo:

Tabla 1

Definición de variables

Variables	Definición	Autores
Desempeño (<i>ROA</i>)	Utilidad Operativa antes de impuestos/ valor en libros del total de activos	Aluchna y Kaminski (2017)
Concentración	Suma del porcentaje de participación en las manos de los accionistas que poseen más del 10% de las acciones de la empresa.	Espinosa et al. (2012)
Desempeño $_{t-1}$ (<i>ROA</i> $_{t-1}$)	Utilidad Operativa antes de impuestos $_{t-1}$ / valor en libros del total de activos $_{t-1}$	Ullah et al. (2018)
Apalancamiento	Valor en libros de la deuda / valor en libros del total de activos	Maquieira et al. (2011)
Tamaño	Logaritmo natural de las ventas realizadas.	Maquieira et al. (2011)
PBI	Variación anual del PBI del Perú	Bazán (2015)
Sector	<i>Dummies</i> que representan los sectores de las empresas utilizadas en el estudio.	

Es importante mencionar que se ha definido el desempeño de la empresa mediante el ratio contable *ROA*. Según Jelinek y Stuerke, 2009, el ratio *ROA* es un indicador natural del desempeño de las empresas. Asimismo, Hanousek et al., 2007, Moscu et al., 2015, explican que este ratio es efectivamente útil para economías en postransición, donde los indicadores basados en el rendimiento de las acciones no se caracterizan por tener una función explicativa fuerte debido al papel limitado del mercado de valores. Si bien la economía peruana no está en transición, la Bolsa de Valores de Lima todavía no se encuentra del todo desarrollada. Según un artículo publicado por

Macroconsult (2021)⁵, el mercado de capitales peruano presenta las siguientes características (i) es pequeño si se le compara con sus pares de la región; (ii) presenta baja liquidez, menor volumen de transacciones en el mercado secundario en comparación a los mercados de capitales de la región; (iii) cuenta con poca profundidad, la cantidad de vendedores y compradores en un determinado activo es baja respecto a los pares de la región; (iv) muestra alta concentración bursátil, ya que cerca del 50% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Valores de Lima proviene de las empresas mineras listadas; entre otras.

Adicionalmente, el ratio *ROA*, se podría considerar como un indicador de las expectativas de los accionistas sobre el desempeño futuro de la empresa, que se basa en el rendimiento pasado o actual (Mohammad y Faudziah, 2018).

Tomando en consideración todo lo antes mencionado, se decidió que el mejor indicador para definir el desempeño de las empresas peruanas listadas es el ratio *ROA*.

C) Modelo

En la presente investigación se tiene como objetivo principal hallar si existe una relación significativa entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas peruanas. Para realizar esto, se revisaron las metodologías utilizadas por distintos autores sobre el tema; observándose una amplia variedad de enfoques, no solo en cuanto a las variables usadas, sino también a la naturaleza de las variables y los modelos.

En primer lugar, se discute si las variables de interés tienen una relación de endogeneidad o exogeneidad⁶ entre ambas variables. Berle y Means (1932) comienzan una corriente de investigaciones con estas variables como exógenas. Esto se debe a que consideraban a la regulación corporativa como un separador de las variables de propiedad y control; ya que, tener una parte de la empresa no te aseguraba tener poder de decisión directa en su gestión. Esto también generaba una separación entre la propiedad y el desempeño de la empresa. Luego de ellos, la mayoría de autores parten de esta premisa por algunos años, considerando a la concentración de propiedad como una variable exógena; es decir, que, si bien podría influir en el desempeño de la empresa, a través del administrador de esta, no se vería influenciada de manera directa por elementos corporativos como es el tamaño de la firma o el riesgo de la industria (Figueiredo, 2016). No obstante, en 1983, Demsetz plantea una hipótesis distinta, sosteniendo, con

⁵ Rexvi Rivera, economista de Macroconsult. Fuente <https://grupomacro.pe/macroconsult/2021/04/06/limitantes-y-retos-del-mercado-de-capitales-peruano/>

⁶ “Se entiende por variable endógena aquella generada dentro de un modelo y cuyo valor se determina por alguna de sus relaciones. Al contrario, la variable exógena o independiente es la que influye un modelo sin ser afectado por ellas, y cuyos valores y métodos de generación no se especifican por el modelo”. (Figueiredo, 2016)

evidencia empírica, que sea cuál sea la estructura de propiedad de una empresa esta debía ser tal que maximizará el valor de la firma. Por tal motivo, no debería existir una relación bidireccional entre los cambios en la concentración de propiedad y las variaciones en el valor de la firma; sino, que debía existir una relación endógena. Esta hipótesis se confirma unos años después con el estudio de Demsetz y Lehn (1985) y, posteriormente, con Demsetz y Villalonga (2001).

En consecuencia, y considerando diversos estudios que han utilizado esta última postura en el ámbito internacional, como Rajan y Zingales (1995), Cole y Mehran (1998), Thomsen y Pedersen (2000), Himmelberg, Hubbard y Palia (1999), Grosfeld y Hashi (2003), Bhattacharya y Graham (2009), Phung y Mishra (2016), Asadi y Pahlevan (2016), Aluchna y Kaminski (2017), Hanafi, Setiyono y Sanjaya, (2018), Mitra (2019); y regional, como Garrido (2007), Espinosa (2009), Espinosa y Maquieira (2010a), Barros et al. (2010), Maquieira et al. (2011), Espinosa et al. (2012a) y Espinosa et al. (2018), se ha decidido trabajar en esta investigación con las variables de concentración de propiedad y desempeño de la empresa como endógenas.

Sin embargo, tomando esto en consideración, es importante evaluar las consecuencias que esta premisa trae. Autores como Campa y Kedia (2002), Villalonga (2004), Jara, Espinosa y Lopez (2015) o Espinosa et al. (2018) han resaltado la extensiva literatura existente sobre los problemas que trae la endogeneidad en los modelos de desempeño corporativos, subrayando que la concentración estaría relacionada directamente con el término de error, consecuentemente sesgando el modelo y brindando resultados poco precisos. Además, Ullah et al. (2018) explican el peligro que puede generar la simultaneidad o causalidad inversa de variables en los resultados del modelo; ya que, genera un loop recíproco interminable. Por tal motivo, es imperativo para la investigación encontrar un modelo que facilite el control de los datos en este contexto.

En segundo lugar, también es importante encontrar una metodología que nos ayude a controlar la heterogeneidad inobservable que se pueda presentar. De manera que, buscando corregir esta dificultad y aproximándonos a su resolución, nos basamos en Baltagi, 1995; y Alonso-Borrego y Arellano, 1999; para usar una metodología de data panel y conseguir estimadores de mayor eficiencia.

Es así que, en base a la literatura y a haber definido la importancia de encontrar un modelo que ayude a controlar tanto la endogeneidad como la heterogeneidad, se presentan cuatro propuestas para analizar la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de la firma: el modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios, el de Efectos Fijos y Efectos Aleatorios, y el de Método Generalizado de Momentos.

Se comienza con el análisis por MCO, debido a que sirve para identificar de una manera directa el efecto de las variables independientes, el desempeño pasado, la concentración, el apalancamiento, el

tamaño, PBI y los años importantes; sobre la dependiente, el desempeño. No obstante, la regresión lineal no se postula como modelo por su poder para manejar la endogeneidad, sino para utilizarlo como medida de comparación con los posteriores modelos. En la literatura algunos autores como Garrido (2007) o Mohammad y Faudziah (2018), Suresha y Ravikumar (2018) han usado esta metodología para analizar la relación entre la concentración y el desempeño; sin embargo, en estas investigaciones se tomaba el supuesto que había una relación exógena. Por otro lado, en el 2015, Bazán también utilizó Mínimos Cuadrados Ordinarios, pero no obtuvo resultados significativos con este modelo.

La ecuación de este modelo se presentará de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Desempeño}_{it}: & \beta_0 + \beta_1 \text{Desempeño}_{it-1} + \beta_2 \text{Concentración}_{it} + \beta_3 \text{Apalancamiento}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Tamaño}_{it} + \beta_5 \text{PBI}_t + \beta_6 \text{Año}_t + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

En esta ecuación, la variable Desempeño_{it} representa la variable dependiente. Esta será cuantificada por ROA_{it} . Por otro lado, la variable Desempeño_{it-1} (tomada por ROA_{it-1}) representa a la variable independiente que captura el valor de la variable de desempeño en el año anterior inmediato a t . La variable $\text{Concentración}_{it}$ es la variable independiente que representa la suma del porcentaje de participación en las manos de los accionistas que poseen más del 10% de las acciones de la empresa y representará el nivel de concentración de propiedad de la organización. Prosiguiendo, la variable de control $\text{Apalancamiento}_{it}$ hace referencia al ratio de apalancamiento en el que incurre la empresa y la variable independiente Tamaño_{it} hace referencia al tamaño de la empresa la cual está representada por el logaritmo natural de las ventas. Además, entre las variables de control también hemos incluido PBI_t , medido por la variación anual del PBI en el año t , y Año_t , variable que tomará en consideración ciertos años importantes en el país tal como el 2006, 2008, 2010, 2011 y 2016; los cuáles fueron elegidos tomando en consideración elementos como votaciones gubernamentales y recesiones económicas. Por último, β_0 corresponde a una constante base y ε_{it} al término de error. En todas las variables del modelo i hace referencia a la empresa analizada y t al periodo de tiempo (año) que se está evaluando.

Posteriormente, continuaremos con el modelo de Efectos Fijos y Efectos Aleatorios. Ambos modelos pueden controlar la heterogeneidad no observada de una base panel, a través de diferenciación, siempre y cuando esta heterogeneidad sea constante en el tiempo y se cumplan supuestos relacionados a la correlación con las variables independientes. Esto permite generar estimadores más consistentes y eficientes que los generados por el MCO.

En ambos casos el término de error puede ser dividido en dos componentes: uno fijo y constante para cada individuo, para el caso de Efectos Fijos, o uno variable con un valor promedio para el caso de Efectos Aleatorios; y uno aleatorio. Por un lado, el modelo de Efectos Fijos supone que los efectos fijos específicos individuales están correlacionados con las variables independientes; mientras que, por el otro, el modelo de Efectos Aleatorios, supone que los efectos específicos de cada individuo no lo están.

Dicho de otra manera, de una manera más aterrizada en la investigación, el modelo de Efectos Fijos espera que las variables independientes, como por ejemplo concentración de propiedad, apalancamiento o tamaño; no estén afectadas por el pasado de la variable dependiente; es decir, el desempeño de años anteriores (Schultz, Tan y Walsh, 2010; Wintoki, Linck y Netter, 2012). En este modelo, los efectos fijos específicos de la empresa son incorporados a través de la inclusión de indicadores propios de la firma en la regresión o eliminando componentes invariables en el tiempo (Hamilton y Nickerson, 2003). Sin embargo, debido a que el desempeño pasado sí influye en la concentración de propiedad de la empresa en el presente, el supuesto de exogeneidad estricta se rompe y no permitiría analizar de manera óptima esta relación entre las variables de interés. Por otro lado, el modelo de Efectos Aleatorios sí podría aceptar que estén correlacionados y lograr estimadores eficientes, aunque esto se lograría sacrificando la consistencia.

Algunos autores como Espinosa (2009), Espinosa y Maquieira (2010b), Aluchna y Kaminski (2017) o Nguyen, Dang, Luong y Nguyen (2019) han usado el modelo de Efectos Fijos para analizar la relación entre la concentración y el desempeño alrededor del mundo, teniendo resultados significativos, pero siempre manteniendo ciertos supuestos. Por otro lado, en Perú, Bazán (2015) utiliza el modelo de Efectos Aleatorios para analizar la relación entre las empresas familiares y el desempeño, obteniendo resultados significativos.

No obstante, debido a que la relación entre las variables de interés es dinámica y la simultaneidad o causalidad inversa podría afectar el supuesto de exogeneidad (Schultz et al. 2010), ni el modelo de Efectos Fijos ni el modelo de Efectos Aleatorios serían los óptimos para analizar la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño. Esto se debería a que en la mayoría de casos proveerán de resultados inconsistentes y sesgados para analizar este tipo de relación (Wooldridge, 2012). En vista de esto, Ullah et al. (2018) recomienda utilizar un modelo que considere el dinamismo de las variables; es decir, un *GMM* sistémico.

Finalmente, se usará el modelo de Método Generalizados de Momentos empleado por Blundell y Bond (1998) como último modelo para analizar la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa. Esta metodología permite analizar las variables de interés mientras se corrige

la endogeneidad usando variables instrumentales. Se logra debido a que es un modelo de ecuaciones simultáneas y esto permite establecer relaciones bidireccionales, unidireccionales y sin dirección, volviéndolo un modelo ideal para analizar la endogeneidad (Demsetz, 1983).

A pesar de que varios autores han estudiado la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa, sólo algunos han corregido la posible endogeneidad en el modelo a través del Método Generalizados de Momentos. Internacionalmente, Saleh et al. (2017) usan esta metodología para evaluar el impacto de la concentración en el desempeño para empresas listadas en la Bolsa de Valores Australiana durante la crisis financiera del 2007. Y, si bien no existen investigaciones de este tema que usen este modelo econométrico en Perú, en la región, los estudios de Espinosa (2009); Barros et al. (2010); Espinosa et al. (2012a); Espinosa et al. (2016) y Espinosa et al. (2018) buscan entender el posible efecto de la concentración de propiedad en distintos escenarios y emplean el Método Generalizados de Momentos como metodología para corregir la posible endogeneidad, obteniendo resultados significativos.

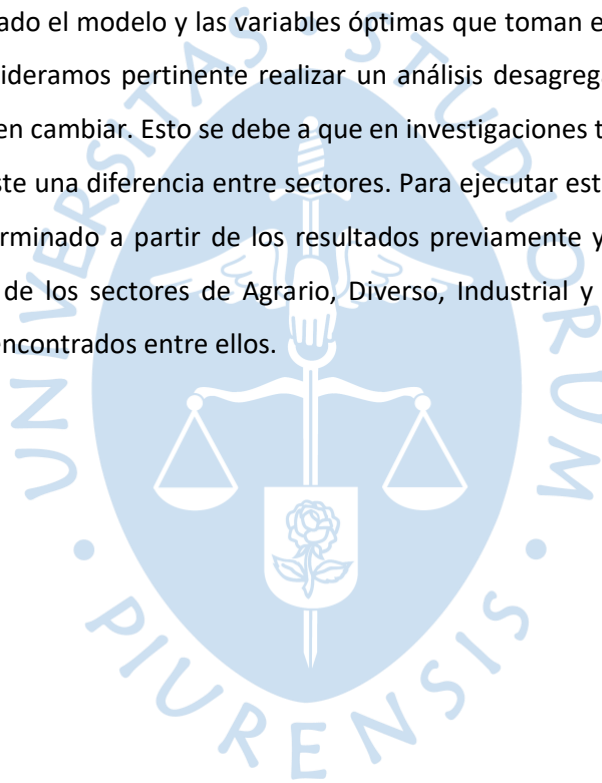
Volviendo a las implicancias del modelo, existe una relación endógena entre la concentración y el desempeño. Es decir, ambas variables se afectan entre sí y no se puede determinar de manera clara cual afecta primero en la otra. Esto es un problema conocido como simultaneidad o causalidad inversa y que ocurre cuando dos variables generan feedback continuo entre ellas. Para solucionar esta endogeneidad ocasionada por la simultaneidad o causalidad inversa, Zaefarian, Kadile, Henneberg y Leischnig (2017) afirma que puede utilizarse como variables instrumentales los rezagos de dos o hasta tres periodos pasados para solucionar este tipo de error. Entonces, el Método Generalizados de Momentos incluye la misma variable en periodos pasados como instrumento de control (Ullah et al., 2018). Según Roodman (2019) muchas veces este tipo de variables son llamadas “instrumentos internos”. Con estos instrumentos, el modelo de Método Generalizado de Momentos “transforma internamente la data”, apartando el valor pasado de la variable de su valor presente, corrigiendo la endogeneidad (Roodman, 2009, p. 86) y reduciendo el número de observaciones, generando un modelo más eficiente (Wooldridge, 2012). Sin embargo, para evitar perder demasiadas observaciones, y siguiendo la recomendación de Arellano y Bover (1995), se usará una transformación de segundo orden (Método Generalizado de Momentos en dos etapas), la cual utiliza una matriz de pesos heterocedástica para conseguir una mejor eficiencia de los estimadores.

Además, para definir el número de rezagos necesarios en el modelo, se utiliza el test de Arellano y Bond (1991). Ellos explican que la ausencia de la autocorrelación serial de segundo orden como la validez de los instrumentos son los que determinarán la consistencia de los estimadores, y los toman en consideración al desarrollar el test. Este nos permitirá identificar que el número óptimo de instrumentos

es entre uno y dos; es decir, que se usará uno o dos años anteriores de nuestra variable dependiente como instrumento de control para generar estimadores más precisos. Ya autores como Phung y Mishra (2016) mostraban un escenario similar; empero, en estudios como el de Saleh et al. (2017), usar dos rezagos muestra obtener mejores resultados.

Las ecuaciones de este modelo se presentan de manera similar a las del MCO previo debido a que se usan las mismas variables. No obstante, en estos casos no se considerarán constantes. Por otro lado, en el caso del *GMM* que sí utiliza dos rezagos, la ecuación tendrá que considerar una variable extra $\beta_7 Desempeño_{it-2}$, la cual representa a la variable independiente que captura el valor de la variable de desempeño en el año previo al año anterior inmediato a t .

Una vez determinado el modelo y las variables óptimas que toman en cuenta todas las empresas de nuestra muestra, consideramos pertinente realizar un análisis desagregado por sector para evaluar cómo los resultados pueden cambiar. Esto se debe a que en investigaciones tales como Saleh et al. (2017) se ha encontrado que existe una diferencia entre sectores. Para ejecutar esto se trabajará con el modelo óptimo identificado, determinado a partir de los resultados previamente y presentado en la siguiente ecuación, para cada uno de los sectores de Agrario, Diverso, Industrial y Minero. Posteriormente, se comparan los resultados encontrados entre ellos.



Capítulo IV: Resultados

A) Análisis Descriptivo

Para comenzar, la tabla 2 presenta la evolución de la concentración de propiedad de aquellos accionistas que tienen una participación mayor al 10% de participación y los accionistas con una participación menor a 1%. Es posible observar una tendencia positiva de la concentración de propiedad a lo largo de los años, así, en promedio, los dos principales accionistas pasaron de controlar el 64.5% en el 2005 a ser propietarios del 76.4% de la empresa en el 2018. Por el contrario, en el caso de los accionistas con participación menor a 1%, se muestra una leve diversificación de esta clase de accionistas. Sin embargo, la participación de estos ha ido disminuyendo con el avance de los años, esto en línea con lo mencionado de los accionistas con participación mayor a 10%. Con la información presentada por el cuadro se puede concluir que las empresas peruanas listadas están altamente concentradas, en promedio, sus 2 principales accionistas controlan más del 70% de la propiedad de una empresa.

Tabla 2

Composición accionaria para empresas peruanas

Variables	Accionistas con participación >10%		Accionistas con participación <1%	
	Participación acumulada	Número de accionistas	Participación acumulada	Número de accionistas
2005	64.5%	1.5	11.6%	1,865
2006	67.2%	2.1	10.8%	1,876
2007	67.6%	2.0	11.1%	2,073
2008	68.3%	1.9	11.0%	2,031
2009	69.1%	1.9	10.6%	2,014
2010	69.3%	1.9	10.8%	2,002
2011	69.7%	1.8	10.9%	2,021
2012	70.5%	1.8	10.9%	1,989
2013	70.3%	1.7	10.6%	2,038
2014	70.5%	1.8	10.8%	2,061
2015	73.0%	1.7	9.0%	2,005
2016	75.5%	1.7	7.9%	1,957
2017	77.5%	1.7	7.5%	1,965
2018	76.4%	1.8	8.5%	1,991
Promedio	70.6%	1.9	10.2%	1,992

Nota. Información obtenida de Bolsa de Valores de Lima / Superintendencia de Mercado de Valores / *Bloomberg*

Por otro lado, la tabla 3 muestra la estadística descriptiva de todas las variables a ser utilizadas en el presente estudio. De las empresas en la muestra, se puede inferir que, en promedio, el desempeño de las empresas listadas es positivo (siendo el ratio de *ROA* 6%). Asimismo, se puede observar que, en promedio existe una concentración de propiedad del 70.6%, un ratio de apalancamiento de 0.19 y un tamaño de 5.29 (S/ 198 millones de ventas anuales) en la muestra a ser estudiada. Seguidamente, en la tabla 4 se puede observar las estadísticas descriptivas según el sector al que pertenece cada empresa. De estos datos podemos inferir que en promedio las empresas del sector minero presentan un mayor nivel de concentración (73.0%) y un mejor desempeño (8.0%) con respecto a otros sectores. Esto es similar a los números presentados por Espinosa (2009). Posteriormente, los sectores Agrario (71.0%), Industrial (71.0%) y Diverso (67%) también muestran una alta concentración. Con respecto al desempeño, seguido de las empresas mineras, están las empresas del sector Industrial, Diverso y Agrario. Además, en promedio, las empresas del sector Industrial son las que presentan un mayor ratio de apalancamiento (0.27), seguido del Diverso (0.19), el Agrario (0.12) y el Minero (0.12). Las empresas con mayor tamaño, según la muestra, son las empresas en el sector Industrial (6.49), seguido del Minero (6.10), Diverso (4.60) y Agrario (3.87) en ese orden.

Tabla 3

Estadística descriptiva de las variables

Variab les	Promedio	Desv. Standar
Desempeño (<i>ROA</i>)	0.06	0.12
Concentración	0.71	0.31
Apalancamiento	0.19	0.17
Tamaño	5.29	2.14
PBI	5.39	2.46

Tabla 4*Estadística descriptiva de las variables según sector*

Variables	Agrario		Diverso		Industria		Minero	
	Promedio	Desviación Standar	Promedio	Desviación Standar	Promedio	Desviación Standar	Promedio	Desviación Standar
Desempeño (ROA)	0.04	0.07	0.06	0.07	0.07	0.10	0.08	0.19
Concentración	0.71	0.27	0.67	0.36	0.71	0.29	0.73	0.30
Apalancamiento	0.12	0.16	0.19	0.14	0.27	0.19	0.12	0.11
Tamaño	3.87	1.45	4.60	2.91	6.49	1.36	6.10	1.95

Continuando, la tabla 5 muestra la matriz de correlación entre la variable de Desempeño (ROA) y las otras variables presentadas para el estudio. Se puede observar que existe una correlación negativa entre la concentración y el desempeño. Esto se puede comparar a lo presentado por diferentes autores como Suresha y Ravikumar (2018), Espinosa (2009), Espinosa y Maquiera (2010), Figueiredo (2016), entre otros. Sin embargo, debemos tener en cuenta la relación endógena entre ambas variables y este resultado se podría modificar en el posterior análisis econométrico.

Además, el apalancamiento se encuentra correlacionado positivamente con el desempeño definido por el ratio de ROA, mientras que el Tamaño de las empresas se encuentra correlacionado negativamente, puesto que aquellas empresas más grandes pueden tener un menor retorno gracias a que su crecimiento es un poco más estable. Por último, el PBI se encuentra correlacionado positivamente con el desempeño.

Tabla 5*Matriz de correlación Desempeño (ROA)*

	Desempeño (ROA)	Concentración	Apalancamiento	Tamaño	PBI
Desempeño (ROA)	1.00				
Concentración	-0.08	1.00			
Apalancamiento	0.16	-0.12	1.00		
Tamaño	-0.14	-0.10	0.31	1.00	
PBI	0.13	-0.05	-0.10	-0.03	1.00

B) Resultados de la investigación⁷

En la presente investigación se comenzó resaltando la importancia de identificar el tipo de relación que podía existir entre las variables de la concentración de propiedad y del desempeño de la empresa en Perú. Esto se debe tanto a la falta de literatura de este tema en los últimos años como a su implicancia en las políticas gubernamentales empresariales que se puedan crear. Por tal motivo, se plantearon dos hipótesis (sección VIII) y para obtener los resultados a ser explicados se usaron los diversos modelos, especificados en la sección IX.

A continuación, se muestran los resultados de la estimación utilizando el *GMM*. Se puede observar que se encuentra una relación negativa entre las variables, similar a los resultados obtenidos por Espinosa (2009), quien también utiliza ese modelo (Tabla 6). Esto implica que, en promedio, ante una mayor concentración de propiedad, la empresa presentará un menor desempeño. Esta relación negativa se puede explicar según el efecto de atrincheramiento propuesto por Figueiredo (2016). Este efecto propone que el accionista controlador tiene una mayor influencia en el directorio y gerencia de la empresa, lo que le permitiría tomar decisiones que le generen un beneficio particular, como la permanencia en su puesto, aumento de sueldo, nombramiento de familiares en puestos de la compañía, entre otros; afectando así el desempeño de la empresa. Además, ante este mayor control se debe incurrir en mayores gastos para implementar controles que aseguren que la empresa mantenga un buen gobierno corporativo. Este gasto adicional en el que incurre la empresa, resulta en un menor desempeño de la empresa.

Bajo esta metodología, la primera hipótesis planteada se cumple dada la corrección de endogeneidad. No obstante, la magnitud y significancia de la relación cambia según el número de rezagos de la variable desempeño utilizados en el modelo. Al utilizar dos rezagos, la magnitud de la relación aumenta y la significancia de la relación sube a un 99%, en comparación de cuando solo se utiliza un rezago donde la significancia es de 95%.

⁷ La discusión de los resultados obtenidos bajo las metodologías de MCO, EF y EA se pueden encontrar en el Anexo I.

Tabla 6*Resultados - GMM*

Variables / Modelo	GMM (R1)	GMM (R2)
	ROA	ROA
Desempeño t_{-1}	-0.2233 (***)	-0.4263 (***)
Desempeño t_{-2}		-0.8258 (***)
Concentración	-0.0918 (**)	-0.2782 (***)
Apalancamiento	-0.0700	-0.2534 (***)
Tamaño	0.0224 (***)	0.0581 (***)
PBI	0.0029	0.0065
A2006	0.0361 (***)	
A2008	0.0071	0.0254
A2010	0.0071	-0.0021
A2011	0.0176	0.0019
A2016	-0.0213	-0.0385 (***)
Número de observaciones	595	546
F	97.01 (***)	76.03 (***)
Arellano-Bond test AR(1)	-3.06 (**)	-4.20 (***)
Arellano-Bond test AR(2)	-4.18 (***)	3.91 (***)

Dado que este es el modelo donde se corrige la endogeneidad y heterogeneidad, y donde también, se encuentra una relación negativa y significativa entre ambas variables, procederemos a comentar los resultados obtenidos para las otras variables explicativas. En la Tabla 6 se puede observar que los rezagos (1 y 2) de la variable desempeño presentan un impacto negativo y significativo. Este resultado podría tener su explicación en el efecto feedback propuesto por Figueiredo (2016), el cual explica que los resultados de periodos anteriores podrían afectar los resultados presentes. Por otro lado, la variable apalancamiento presenta un efecto negativo y significativo. Este resultado es poco común dado que mayormente se

observa una relación positiva entre las variables (Rajan y Zingales, 1995; Mubeen y Akhtar, 2014). Sin embargo, según Casmir y Anthony (2012), esto puede deberse a que empresas con una alta concentración de propiedad suelen sobreendeudarse, debido posibles conflictos entre accionistas, llevándolas a tener a resultados negativos. Esto podría ser el caso de las empresas peruanas ya que estas presentan en promedio una alta concentración de propiedad. Por último, las variables tamaño y PBI muestran un efecto positivo en el desempeño. En el caso del tamaño, las empresas que se encuentran listadas en Bolsa son en su mayoría empresas que llevan varios años en el mercado, con un nivel relativamente alto de ventas. Por ende, mientras más grande sea la empresa, mayor será el desempeño de ésta. Otra explicación para esta relación podría ser que a medida que la empresa crece, se van generando economías de escala que reducen los costos, mejorando así el desempeño. Para el caso del PBI, el efecto positivo se explica dado que conforme el tamaño de la economía peruana crezca, se generarán mayores oportunidades para que las empresas también lo hagan, mejorando a su vez su desempeño.

1. Análisis por sector

Por último, el segundo objetivo planteado es conocer si el efecto encontrado entre la concentración de propiedad y el desempeño varía según el sector en que se encuentre la empresa. Para responder a esta interrogante se ha decidido utilizar solo el modelo *GMM*, dado que es el modelo que corrige los errores estadísticos que presenta este estudio. En la Tabla 7 se presentan los resultados obtenidos al dividir la muestra en 4 sectores: Agrario, Diverso, Industrial y Minero. Y si bien los sectores Diverso y Minero presentan una relación positiva, los resultados no son significativos. Por otro lado, los sectores Agrario e Industrial, sí presentan resultados negativos, acordes con los resultados generales de la investigación. No obstante, solo la relación de concentración de propiedad y desempeño de las empresas agrícolas es significativa al 90%. Esto posiblemente se deba a que en estas empresas haya una la falta de formas organizacionales que aseguren una eficiencia económica que permita tener un equilibrio entre el poder de los accionistas y el gobierno de la empresa (Hockmann et al., 2005).

Tabla 7*Resultados por Sector*

Variables / Modelo	Agrario	Diverso	Industrial	Minero
Desempeño $t-1$	0.1601	0.0588	0.3004 (***)	-0.1569
Concentración	-0.1679 (*)	0.0413	-0.0515	0.0639
Apalancamiento	0.1978 (*)	0.0281	-0.1217 (***)	-0.1289
Tamaño	0.0301 (*)	0.0047	0.0168 (***)	-0.0012
PBI	-0.0004	0.0018	0.0008	0.0067
A2006	0.0460	0.0149	0.0121	0.0722
A2008	-0.0581	0.0147	0.0267	-0.0184
A2010	0.0151	0.0101	0.0030	0.0049
A2011	0.0605 (**)	0.0019	0.0093	0.0080
A2016	0.0322	-0.0495	-0.0152	0.0094
Número de observaciones	105	136	237	117
F	13.12 (***)	34.89 (***)	86.71 (***)	7.19 (***)
Arellano-Bond test AR(1)	-2.73 (*)	-0.86	-11.78 (***)	-1.12
Arellano-Bond test AR(2)	-0.78	-3.13 (**)	-0.67	-0.95



Conclusiones

El control en las organizaciones ha jugado siempre un papel clave en el gobierno corporativo, afectando el desempeño y resultados de las empresas. Unos de los primeros autores en plantear incógnitas relacionadas al gobierno corporativo de la empresa son Berle y Means (1932); sin embargo, no sería hasta 1976, con Jensen y Meckling, que se realizaría un estudio para conocer a mayor detalle la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa.

Posteriormente, autores como Demsetz, 1983; Shleifer y Vishny 1986; Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Maury, 2006; Edgerton 2012; entre otros, se encargaron de evaluar la existencia de una posible relación entre la concentración de propiedad y el desempeño de las empresas considerando los últimos avances en el mundo empresarial y corporativo, tales como la globalización, privatización de mercados financieros, entre otros. Asimismo, autores como Mitra, 2019, buscaron encontrar alguna relación entre las variables, motivados por el surgimiento de escándalos y desastres corporativos.

La relación entre ambas variables viene siendo evaluada por varios autores en los últimos 20 años; sin embargo, los resultados obtenidos en estos estudios no muestran un consenso al momento de definir el tipo de relación que sostienen ambas variables. Algunos autores como Espinosa y Maqueira (2010b) y Figueiredo (2016), encuentran una relación negativa entre la concentración de propiedad y el desempeño, mientras que otros autores como Cole y Mehran (1998), Espinosa (2009), Mohammad y Faudziah (2018) y Suresha y Ravikumar (2018) encuentran una relación positiva.

Si bien existe una amplia literatura, en su mayoría esta ha sido enfocada en el mercado estadounidense, debido al mayor desarrollo de su sector empresarial. Seguidamente tenemos estudios realizados en Europa y otros países desarrollados. En el entorno latinoamericano o en otros mercados en vías de desarrollo, son pocas las investigaciones realizadas que presentan resultados concluyentes sobre la relación entre la concentración de propiedad y el desempeño (Espinosa y Maqueira, 2010b; Maqueira et al. 2011; Mitra, 2019; entre otros). Además, en el entorno peruano, no se ha investigado sobre el tema en los últimos diez años (Garrido, 2007).

Dado este espacio en la literatura, principalmente en el entorno peruano, se propuso que este estudio se enfoque en responder la siguiente pregunta: ¿Puede la concentración de propiedad afectar el desempeño de la empresa peruana?

Con el objetivo de responder esta incógnita, en el presente estudio se utilizó la información financiera pública reportada de aquellas empresas cuya actividad económica eran sector Banca, AFP y Seguros o al sector de Servicios Públicos, y que mantuvieron sus actividades durante los años 2005 y 2018.

Luego, se procedió a definir cuál sería el modelo más apto a utilizar tomando en consideración la posible endogeneidad y heterogeneidad de las variables. Se probaron cuatro modelos: Mínimos Cuadrados Ordinarios, Efectos Fijos y Efectos Aleatorios y Método Generalizado de Momentos (*GMM*). Siendo este último el más ideal para generar estimadores significativos y consistentes.

Después del análisis empírico se encontró una relación significativa y negativa entre la concentración de propiedad y el desempeño de la empresa peruana, en concordancia con Espinosa y Maquieira (2010b) y Figueiredo (2016). Además, se comprobó el modelo del Método Generalizado de Momentos (*GMM*) como el más adecuado para analizar la relación entre las variables de interés, en concordancia con Ullah et al. (2018).

Por último, se encontró que la relación negativa entre la concentración de propiedad y desempeño de las empresas peruanas se mantiene para el sector Agrario, mientras que para los sectores Diverso, Industrial y Minero se encuentran relaciones no significativas.



Recomendaciones

Tomando en cuenta los resultados de la investigación realizada se proponen las siguientes recomendaciones. La primera es el uso de la metodología *GMM* para corregir los problemas de endogeneidad. Luego de probar varias metodologías para poder identificar la presencia de una relación entre la concentración, con *GMM* se pudo corregir la endogeneidad y obtener un resultado significativo. La segunda recomendación es el uso del ratio *ROA* como indicador de desempeño para empresas cuya información de mercado es escasa, específicamente en el caso de países en desarrollo. Por último, se recomienda seguir utilizando bibliografía que considere tanto investigaciones en países desarrollados como los que se encuentran en vías de desarrollo, esto es debido a que puede haber cambios en la relación causados por las estructuras gubernamentales y leyes nacionales.





Limitaciones

En el presente estudio se planteó encontrar la relación entre la concentración y el desempeño sólo en las empresas listadas en el Perú. Esto debido a las limitaciones de disponibilidad y calidad de los datos financieros utilizados. La primera limitación es la alta informalidad presente en el mercado peruano. Actualmente la informalidad empresarial es de aproximadamente el 70%; por lo que, si el presente estudio quisiera abarcar una mayor muestra de empresas, solo lo podría hacer sobre el 30% que es formal. La segunda limitación es la disponibilidad de información financiera de las empresas formales. No todas las empresas formales se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima, por lo cual, el resto de empresas formales no se ven obligadas a publicar sus estados financieros. Inclusive si se llegara a conseguir la información de las empresas no listadas, se podría correr el riesgo de que esta no refleje de manera adecuada la situación financiera de las empresas.





Lista de referencias

- Alonso-Borrego, C. y Arellano, M. (1999). Symmetrically normalized instrumental-variable estimation using panel data. *Journal of Business & Economic Statistics*, 17(1), 36-49.
- Aluchna, M., y Kaminski, B. (2017). Ownership structure and company performance: a panel study from Poland. *Baltic Journal of Management*, 12(4), 485-502.
- Anderson, R. y Reeb, D. (2003). Founding-Family Ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Arellano, M., y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M. y Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Asadi, A. y Pahlevan, M. (2016). The relationship between ownership structure and firms performance in Tehran Stock Exchange. *Journal of Insurance and Financial Management*, 1(2), 62-76.
- Baltagi, B. (1995). Econometric analysis of panel data. *Econometric Theory*, 13(5), 747-754.
- Barros, L., Figueiredo de Castro, F., Di Miceli, A. y Bergmann D. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação [Endogeneidad en investigaciones empíricas en finanzas corporativas: principales problemas y formas de mitigación]. *Econometrics: Econometric & Statistical Methods - General e Journal*.
- Bazán, K. (2015). Análisis y comparación del desempeño de las empresas listadas en la BVL familiares versus no familiares: evidencia para el caso peruano (Tesis de pregrado). *Universidad de Piura, Perú*.
- Berle, A., y Means, G. (2da. ed.) (1932). *The modern corporation and private property*. New York, Estados Unidos: Harcourt, Brace and World.
- Bhattacharya, P. y Graham, M. A. (2009). Institution ownership structure and corporate performance: a disaggregated view. *Journal of Multinational Financial Management*, 19, 370-394.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Campa, J. y Kedia S. (2002). Explaining the diversification discount. *The Journal of Finance*, 57(4), 1731-1762.
- Casmir, O. y Anthony, O. (2012). Impact of capital structure on the financial performance of Nigerian firms. *Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter)*, 1(12).
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.

- Cole, R. y Mehran, H. (1998). The effect of changes in ownership structure on performance: evidence from the thrift industry. *Journal of Financial Economics*, 50(3), 291-317.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn (1985). The structure of corporate: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Edgerton, J. (2012). Agency problems in public firms: evidence from corporate jets in leveraged buyouts. *The Journal of Finance*, 67(6), 2187-2213.
- Espinosa, C. (2009). Estructura de propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, 43, 41-62.
- Espinosa, C., Jara, M. y Maquieira, C. (2018). The influence of family and pyramidal ownership on corporate diversification. *North American Journal of Economics and Finance*, 43, 158-168.
- Espinosa, C., Jara, M., Maquieira, C. y Vieito, J. (2016). Does corporate diversification create value in emerging markets? new evidence from Chile. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 35, 123-135.
- Espinosa, C. y Maquieira, C. (2010a). Desempeño y concentración de la propiedad en empresas chilenas emisoras de American Depository Receipts (ADR). *Cuadernos De Administración*, 23(40), 95-116.
- Espinosa, C. y Maquieira, C. (2010b). Diversificación y desempeño en sudamérica: evidencia para Chile. *Universidad Diego Portales*, Working Paper N° 10.
- Espinosa, C., Maquieira, C., Vieito, J. y González, M. (2012a). Capital structures in developing countries: the Latin American case. *Investigación Económica*, 71(282), 35-54.
- Espinosa, C., Maquieira, C. y Vieito, J. (2012b). Does corporate diversification create value in South America? The Chilean case. *Universidad Diego Portales*, Working Paper N° 38.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Figueiredo, C. (2016). La influencia de la estructura de propiedad en el valor y desempeño de las empresas latinoamericanas (Tesis de posgrado). *Universidad de Chile, Chile*.
- Garrido, J. (2007). Concentración de la propiedad, riesgo y desempeño de la firma: el caso de la Bolsa de Valores de Lima (Tesis doctoral). *Universitat Ramon Llull, España*.
- Grosfeld, I. y Hashi, I. (2003). Mass privatization, corporate governance and endogenous ownership structure. *The William Davidson Institute*, Working Paper N° 596.

- Hamilton, B., y Nickerson, J. (2003). Correcting for endogeneity in strategic management research. *Strategic Organization*, 1(1), 51-78.
- Hanafi, M., Setiyono, B. y Sanjaya, I. (2018). Ownership structure and firm performance: evidence from the subprime crisis period. *Corporate Governance*, 18, 206-219.
- Hanousek, J., Kočenda, E. y Svejnar, J. (2007). Origin and concentration. Corporate ownership, control and performance in firms after privatization, *Economics of Transition*, 15(1), 1-31.
- Himmelberg, C., Hubbard, R. y Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Hockmann, H., Wandel, J. y Nedoborovsky, A. (2005). Agrohholdings in Russia: breaking the vicious circle?. *European Association of Agricultural Economists*.
- Jara-Bertin, M., Espinosa, C. y Lopez-Iturriaga, F. (2015). Diversification and control in emerging markets: the case of Chilean firms. *Business Research Quarterly*, 18, 259-274.
- Jelinek, K. y Stuerke, P. (2009). The nonliner relation between agency costs and managerial equity ownership, *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), 156-178.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kiekow, S. R. (2013). A relação entre a estrutura de propriedade e o conselho de administração nas instituições financeiras brasileiras [La relación entre la estructura de la propiedad y el consejo de administración en las instituciones financieras brasileñas]. *Universidade Federal do Rio Grande do Sul*.
- Maquieira, C., Espinosa, C. y Vieito, J. (2011). Corporate performance and ownership structure: empirical evidence for Chile. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 50(1), 75-96.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Mitra, S. (2019). Ownership structure and firm performance: an empirical study of select companies in the private sector of India. *International Journal on Recent Trends in Business and Tourism*, 3(1), 43-49.
- Mohammad, A. y Faudziah, H. (2018). The Impact of ownership structure on firm performance: evidence from Jordan. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 3(1), 1-4.
- Moscu, R., Grigorescu, C. y Prodan, L. (2015). Does ownership structure affect firm performance?, *Knowledge Horizons – Economics*, 7(3), 194-197.

- Mubeen, M. y Akhtar, K. (2014). Impact of capital structure on firms financial performance and shareholders wealth: textile sector of Pakistan. *International Journal of Learning & Development*, 4(2). Obtenido de: <http://dx.doi.org/10.5296/ijld.v4i2.5511>
- Nguyen, C., Dang, D., Luong, B. y Nguyen, T. (2019). Capital structure and performance: empirical evidence from Vietnam. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 8(1), 2802-2812.
- Okimura, R. (2003). Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil [Estructura de la propiedad, gobierno corporativo, valor y rendimiento de las empresas en Brasil] (Tesis de Mágister). *Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil*.
- Phung, D., y Mishra, A. (2016). Ownership structure and firm performance: Evidence from Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(1), 63-98.
- Rajan, R. y Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: an introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roodman, D. (2019). Fast and wild: Bootstrap inference in Stata using boottest. *The Stata Journal*, 19(1), 4-60.
- Saito, R. y Silveira, A. (2008). Governança corporativa: Custos de agencia e estrutura de propriedade [Gobierno corporativo: costes de agencia y estructura de la propiedad]. *Revista de Administração de Empresas RAE*, 48(2), 79-86.
- Saleh, A., Halili, E., Zeitun R., y Salim R. (2017). Global financial crisis, ownership structure and firm financial performance: an examination of listed firms in Australia. *Studies in Economics and Finance*, 34(4), 447-465.
- Schultz, E., Tan, D., y Walsh, K. (2010). Endogeneity and the corporate governance-performance relation. *Australian Journal of Management*, 35(2), 145-163.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Smith, A. (1776). Indagación acerca de la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones, 648.
- Suresha, B. y Ravikumar, T. (2018). Nexus between ownership structure and firm performance - evidence from Indian service sector. *International Journal of Mechanical Engineering and Technology*, 9(7), 209-214.
- Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-705.

- Ullah, S., Akhtar, P. y Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: the generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, 71, 69-78.
- Villalonga, B. (2004). Does diversification cause the “diversification discount”? *Financial Management*, 33(2), 5-27.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Wintoki, M., Linck, J. y Netter, J. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, J. (5ta. ed.) (2012). *Introductory econometrics: a modern approach*. Boston, Estados Unidos: Cengage Learning.
- Zaefarian, G., Kadile, V., Henneberg, S. y Leischnig, A. (2017). Endogeneity bias in marketing research: Problems, causes and remedies. *Industrial Marketing Management*, (65), 39-46.





Apéndices

Apéndice I: Definición de términos importantes

Con el objetivo de una mejor comprensión del tema de investigación en el presente documento, se va a explicar previamente dos definiciones importantes de la misma: concentración de propiedad y desempeño de la empresa.

La primera variable de interés que se usa es la concentración de propiedad. Este término proviene de un concepto mayor que es la estructura de propiedad de la empresa, la cual se define como la forma en la que se distribuye el capital de la empresa en relación con el poder de voto y la concentración de los propietarios del capital (Kiekow, 2013). Así la concentración de propiedad sucede cuando la mayor participación de acciones de una empresa le pertenece a un grupo reducido de inversionistas. Por ejemplo, al definir que una empresa está concentrada significa que entre 1-5 accionistas manejan más del 50% de la empresa. Por el contrario, una empresa no concentrada, diversificada, tiene repartido más del 50% de las acciones en más de 10 accionistas.

La segunda variable que se utiliza es la del desempeño de la empresa. El concepto de desempeño es muy importante para una empresa, pues indica que tan rentable está siendo la misma. Esto genera una disyuntiva al momento de definir cuál sería el mejor indicador para hablar de desempeño. A la fecha, los principales métodos de medición de desempeño que existen se dividen en dos: (i) los indicadores contables (*ROA*, *ROE*, margen bruto, margen operativo, *EBITDA*) y, (ii) indicadores de mercado, (precio de la acción, *Q* de Tobin, etc.). Así, el desempeño de una empresa se puede medir de diferentes formas y depende mucho del contexto en el que se encuentra la misma. Es decir, los indicadores de desempeño de una empresa que está iniciando en un sector en determinado país, será diferente al de otra empresa consolidada en un sector en otro país.

Entonces, en países donde el mercado de capitales se encuentra más desarrollado, es común que el desempeño de la empresa sea medido por rentabilidad que genera el precio al que se cotiza la acción de la misma (y puede reexpresarse bajo la *Q* de Tobin). Sin embargo, en países donde no es tan líquido el mercado de capitales, se prefiere usar indicadores contables para representar el desempeño (*ROE* y *ROA*).

Debido a que ambas variables juegan un rol esencial en la dirección de una empresa, suena lógico postular la hipótesis de la existencia de una relación entre ambas que impacte a su vez en la gestión de la compañía. Esta hipótesis fue planteada desde los tiempos de Adam Smith y ha venido siendo estudiada en cierta medida a través de la conocida teoría de la firma.



Anexos

Anexo I: Resultados

A) Mínimos Cuadrados Ordinarios

El análisis empírico se inició realizando una estimación de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Bajo esta metodología, se obtuvo una relación negativa entre el desempeño y la concentración de propiedad, resultado similar a lo presentado por Suresha y Ravikumar (2018), quienes también utilizan un modelo de MCO para hallar la misma relación entre las variables. Sin embargo, la relación encontrada con esta metodología no es significativa. Esto debido a la presencia de endogeneidad entre ambas variables. Con respecto a las otras variables, Apalancamiento y Tamaño presentan una relación negativa y positiva respectivamente.

Tabla 8

Resultados - Mínimos Cuadrados Ordinarios

Variables / Modelo	MCO
	ROA
Desempeño $t-1$	0.6058 (***)
Concentración	-0.0043
Apalancamiento	-0.0560 (*)
Tamaño	0.0060 (**)
PBI	0.0041
A2006	0.0131
A2008	-0.0204
A2010	0.0196
A2011	0.0145
A2016	0.0164
Constante	-0.0249
Número de observaciones	640
R ²	0.41
F	43.89 (***)

B) Efectos Fijos y Aleatorios

Luego se procedió a emplear las metodologías de Efectos Fijos y Aleatorios. Para el modelo de Efectos Fijos se encontró una relación negativa entre las variables (Tabla 9), esto en concordancia con los resultados obtenidos por Espinosa (2009), Espinosa y Maquiera (2010) y Figueiredo (2016) quienes también aplican estas metodologías. Sin embargo, para el modelo de Efectos Aleatorios, el resultado es contrario y existe una relación positiva mas no significativa entre la concentración y el desempeño.

Tabla 9

Resultados - Efectos Fijos & Aleatorios

Variables / Modelo	EF	EA
	ROA	ROA
Desempeño _{t-1}	0.3282 (***)	0.6353 (***)
Concentración	-0.0011	0.0023
Apalancamiento	-0.0300	-0.0290
Tamaño	0.0331 (***)	0.0054 (***)
PBI	0.0040 (*)	0.0019
A2006	0.0394 (***)	0.0297
A2008	-0.0061	-0.0124
A2010	0.0103	0.0156
A2011	0.0165	0.0144
A2016	-0.0039	0.0087
Constante	-0.1778 (***)	-0.0226
Número de observaciones	595	595
R ²	0.19	
F	12.50 (***)	
Wald		423.09 (***)