

UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ESCUELA DE CIENCIAS Y TECNOLOGÍA
DEPARTAMENTO DE GESTIÓN EMPRESARIAL



Estructura de propiedad y riesgo corporativo: Evidencia en empresas Latinoamericanas

Tesis para optar al Título Profesional de Ingeniero Comercial y
al Grado Académico de Licenciado en Ciencias de la Administración de Empresas

Carlos A. Mellado Andías
Nicol A. Rebolledo Almendras

Profesor Guía
Jorge A. Muñoz Mendoza, M.Sc.
Departamento de Gestión Empresarial

Los Ángeles, agosto 2016

DEDICATORIA

*... A mis padres Héctor y Dionila por su amor incondicional
A mi hermano Felipe por ser un apoyo en todas las etapas de mi vida
A mi polola Nicol, por su infinito amor y paciencia
A mis amigas y amigos*

Carlos A. Mellado Andías



...A mi madre y mi abuela, por llenar de amor cada paso de mi vida con su compañía.

Nicol A. Rebolledo Almendras

AGRADECIMIENTOS

“...No te rindas, por favor no cedas, aunque el frío queme, aunque el miedo muera, aunque el sol se esconda y se calle el viento, aún hay fuego en tu alma, aún hay vida en tus sueños...”

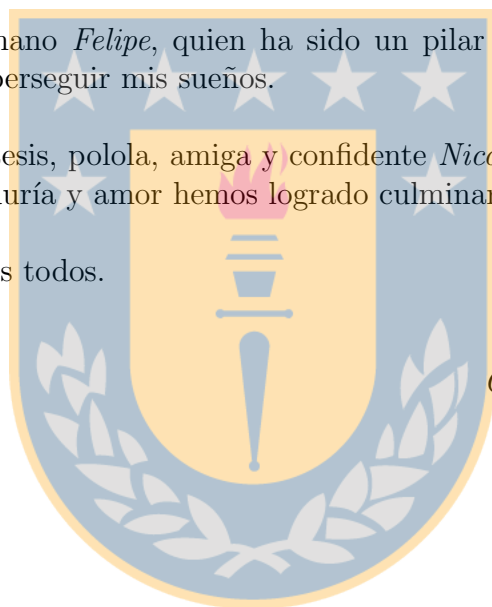
Mario Benedetti

Quisiera agradecer en principio a mis padres, *Héctor Mellado* y *Dionila Andías* por confiar en mí y permitir desarrollarme íntegramente como persona y profesional, apoyándome a lo largo de toda mi vida con sabiduría y amor.

Agradecer a mi hermano *Felipe*, quien ha sido un pilar fundamental en mi vida, siempre alentándome a perseguir mis sueños.

A mi compañera de tesis, polola, amiga y confidente *Nicol Rebolledo*, quien gracias a su perseverancia, sabiduría y amor hemos logrado culminar esta etapa con éxito.

A mi familia y amigos todos.



Carlos A. Mellado Andías

AGRADECIMIENTOS

“Y si no das más, tan solo encuentra lo que hay en tus manos, piensa que dar amor nunca es en vano. Sigue adelante sin mirar atrás”

Pablo Neruda

Agradezco a mi madre *Carmen Almendras*, por su amor y entrega sin límites, por darme apoyo y libertad en todas las decisiones de mi vida.

A mi abuela, *Juana Viveros* por hacerme una persona con valores y respeto por las personas. Agradezco a mi hermano, tíos y primos por compartir tantas alegrías juntos, enfrentar con sabiduría y unión las dificultades, por su compañía y apoyo en todo momento.

A mi pololo y compañero de tesis, *Carlos Mellado*, a quien agradezco profundamente su entrega y dedicación en este trabajo y en todas las cosas de nuestras vidas. Gracias por su amor incondicional, apoyo y alegría presentes en la historia que hemos construido juntos.

A mis amigos, por llenar mi vida de risas y momentos inolvidables. En especial a *Fernanda* y *Patrick* por su incondicionalidad en estos años de universidad

Nicol A. Rebolledo Almendras

Índice general

Índice general	4
Índice de cuadros	5
1. Introducción	8
1.1. Presentación del problema	8
1.2. Objetivos de la investigación	9
1.2.1. Objetivo general	9
1.2.2. Objetivos específicos	9
1.3. Metodología	9
1.4. Datos	10
2. Revisión de Literatura	11
2.1. Determinantes del riesgo corporativo	11
3. Datos y metodologías	13
3.1. Datos	13
3.2. Método econométrico	14
4. Resultados empíricos	15
4.1. Análisis descriptivo	15
4.2. Rol de la estructura de la propiedad en el riesgo corporativo	16
4.3. Rol de la concentración del primer accionista en el riesgo corporativo	21
5. Conclusiones	24
Bibliografía	26

Índice de cuadros

3.1. Variables del estudio.	14
4.1. Estadística descriptiva.	15
4.2. Estimador dinámico GMM para el riesgo corporativo.	17
4.3. Diferencia de medias según oportunidades de crecimiento.	18
4.4. Estimador dinámico GMM para el riesgo corporativo según oportuni- dades de crecimiento.	20
4.5. Diferencias de medias según concentración del primer accionista.	21
4.6. Estimador dinámico GMM para el riesgo corporativo con alta y baja concentración en el primer accionista.	22



Estructura de propiedad y riesgo corporativo: Evidencia en empresas Latinoamericanas

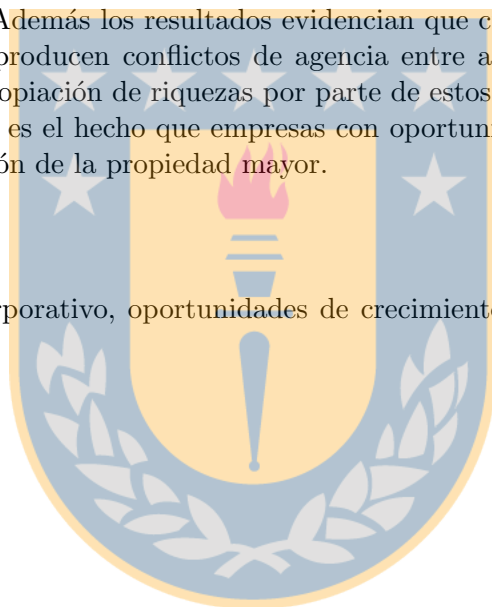
Carlos A. Mellado Andías Nicol A. Rebolledo Almendras

Resumen

En este artículo realizamos un análisis empírico entre la estructura de propiedad y el riesgo corporativo en empresas latinoamericanas. Utilizando un panel balanceado de 1036 empresas, en donde se tomaron en cuenta los países de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, se estimó una regresión dinámica a través del estimador GMM propuesto por *Arellano* y *Bond* (1991). Nuestros resultados indican que existe una predominancia de la concentración de la propiedad en Latinoamérica independiente de las oportunidades de crecimiento que tengan las empresas. Además los resultados evidencian que cuando las oportunidades de crecimiento son altas, se producen conflictos de agencia entre accionistas minoritarios y el principal, debido a la expropiación de riquezas por parte de estos últimos hacia los primeros. Otro resultado interesante es el hecho que empresas con oportunidades de crecimiento bajas presentan una concentración de la propiedad mayor.

Código JEL: G31, G32.

Palabras claves: riesgo corporativo, oportunidades de crecimiento, estructura de propiedad, costos de agencia.



Ownership structure and default risk: Evidence in Latin-American firms

Carlos A. Mellado Andías Nicol A. Rebolledo Almendras

Abstract

In this article we perform an empirical analysis between ownership structure and corporate risk in Latin American companies. Using a balanced panel of 1036 companies, where the countries of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru were taken into account, through a dynamic GMM estimator proposed by *Arellano* and *Bond* (1991) regression was estimated. Our results indicate a predominance of concentration of ownership in independent Latin America growth opportunities that have businesses. Furthermore, the results show that when growth opportunities are high, agency conflicts between minority shareholders and principal occur due to the expropriation of wealth by the latter to the former. Another interesting result is the fact that companies with low growth opportunities have a greater concentration of ownership.

JEL Code: G31, G32.

Keywords: corporate risk, growth opportunities, ownership structure, agency cost.



Capítulo 1

Introducción

1.1. Presentación del problema

El riesgo corporativo es un tema de contingencia tanto a nivel nacional como internacional, debido a la incidencia que tiene para diferentes actores relevantes en la economía. Accionistas, inversionistas y gerentes, entre otros, son encargados día a día de tomar diferentes decisiones que involucran riesgo a nivel empresarial, ya sea financiero, operacional u otro. Es por esto que en la última década, el estudio del riesgo corporativo ha adquirido una inesperada relevancia debido a la crisis de confianza que sacude el acontecer económico y financiero en todo el mundo y particularmente en América Latina. (Díez, García y López-Iturriaga, 2013) Si bien el riesgo corporativo es un tema muy estudiado tanto en las economías de transición como de mercado que data de hace más de 80 años con *Berle y Means* (1932), en la actualidad el riesgo corporativo y los factores que podrían influir en él, es un tema pendiente de estudio en Chile y en Latinoamérica. Aquí radica la importancia de nuestra investigación, los estudios existentes sobre el riesgo corporativo se han realizado en Europa, Asia y en Estados Unidos, por lo mismo, sus resultados no son comparables ni aplicables a los países latinoamericanos, esto porque se da un escenario de características muy diferentes a lo que podemos encontrar en el resto del mundo, principalmente por la estructura de propiedad de las empresas y las leyes que rigen los estados. En Latinoamérica existe una elevada concentración de propiedad del primer accionista, cercano al 50%, muy superior al 20-30% que en promedio posee el primer accionista en otros países. Además es importante destacar que los países latinoamericanos pertenecen al origen legal “*ley civil*” ó “*civil law*”, dicho origen legal tiene como característica principal un menor grado de protección al empresario, a diferencia de los países europeos que se rigen bajo el origen legal “*ley común*” ó “*common law*”, igualmente que Estados Unidos. Esto nos ubica en un escenario aún más distante del resto del mundo y por ende más interesante de estudiar. La literatura ubica al origen legal de los países como un factor influyente en la toma de riesgos, *Paligorova* (2010) muestra que los países con una mejor protección de los derechos de los accionistas parecen estar asociados con mayor asunción de riesgos, mientras que en los países con una fuerte protección de los derechos de los acreedores se restringe la asunción de riesgos corporativos.

El riesgo corporativo se ha abordado de diferentes formas a lo largo de la literatura, tomando como indicadores del riesgo las acciones de una empresa, la liquidez, el nivel de endeudamiento, entre otros (*Konishi y Yasuda, 2004; John et al., 2008; Nguyen, 2010*). Sin embargo, en nuestro estudio hemos optado por el Z score de Altman como variable representativa del riesgo de una empresa, puesto que este indicador predice el riesgo de caer en bancarrota en los próximos dos años de una empresa, además es idóneo para economías emergentes como es el caso latinoamericano. Desde ahora usaremos tanto el riesgo corporativo como riesgo de quiebra.

Debido a lo planteado anteriormente, el propósito del siguiente estudio es investigar cuales son los factores que inciden en el riesgo de quiebra y como la concentración de la propiedad en Latinoamérica y las oportunidades de crecimiento afectan a este mismo.

Este trabajo se desarrolla de la siguiente manera; en el capítulo 2 se llevará a cabo una revisión de la literatura existente con respecto al riesgo corporativo, de qué forma afectan algunas de las variables analizadas en este estudio como la concentración de propiedad, los costos de agencia, el endeudamiento, y las políticas de inversión entre otros. En el capítulo 3 se darán a conocer las variables a estudiar, datos y la metodología estadística y econométrica que se usará. El capítulo 4 nos muestra los resultados empíricos de nuestra investigación. Finalmente el capítulo 5 entrega las conclusiones más relevantes de esta investigación.

1.2. Objetivos de la investigación

1.2.1. Objetivo general

El objetivo general de nuestra investigación es determinar los factores que afectan el riesgo corporativo en las empresas de América Latina.

1.2.2. Objetivos específicos

Acorde al objetivo general, se plantean los siguientes objetivos específicos:

- Determinar la relación entre la estructura de la propiedad y el riesgo de quiebra.
- Determinar el efecto de las oportunidades de crecimiento sobre la relación entre la estructura de la propiedad y el riesgo de quiebra.
- Determinar el efecto de la propiedad del accionista controlador a través de la relación entre la estructura de la propiedad y el riesgo de quiebra.

1.3. Metodología

Debido a que los datos trabajados en esta investigación conducen a la formación de un panel balanceado, este será tratado con la correspondiente metodología econométri-

ca de datos de panel de *Arellano y Bond* (1991). Esta técnica nos permitirá controlar efectos fijos temporales y efectos fijos por país. Además nos permite controlar la denominada heterogeneidad inobservable constante, y tratar la posible endogeneidad de las variables mediante el empleo del método generalizado de los momentos (GMM).

1.4. Datos

Los datos usados en esta investigación fueron obtenidos desde Economática, se han excluido las empresas de tipo financiero. El periodo muestral corresponde a datos anuales desde el año 2000 hasta el 2015, hemos destacado variables como estructura de propiedad, oportunidades de crecimiento, costos de agencia, entre otras



Capítulo 2

Revisión de Literatura

2.1. Determinantes del riesgo corporativo

La literatura que aborda al riesgo corporativo como tema principal es bastante amplia, con diferentes países como objeto de estudio, exceptuando países latinoamericanos. Sin embargo, dentro de la amplia gama de investigaciones encontramos un factor común, la mayoría intenta responder a la siguiente interrogante ¿Cuáles son los factores que afectan al riesgo corporativo? La empresa, la industria y las características de cada país son las respuestas que se repiten para esta interrogante, sin embargo, encontramos también otros factores influyentes en el riesgo que podrían adecuarse mejor al escenario latinoamericano y arrojar resultados categóricos e interesantes, pondremos especial énfasis a la estructura de propiedad por ser una característica propia de las empresas latinoamericanas y a las oportunidades de crecimiento. *Jensen y Meckling* (1976) a través de la teoría de la agencia, sientan las bases de la relación entre estructura de propiedad y riesgo, demostrando que la estructura de propiedad afecta a la capacidad de los propietarios para influir en la toma de riesgos corporativos. Posterior a esto *Chen et al.* (1998) postulan una relación negativa demostrando que a medida que aumenta la propiedad gerencial, los gerentes se vuelven cada vez más reacios al riesgo. *Paligorova* (2010) encuentra que la propiedad y la asunción de riesgos están relacionados positivamente, sin embargo, este resultado sólo se mantiene para los accionistas que tienen propiedad en más de una empresa, esto porque permite a los accionistas actuar desde una posición más diversificada, que explica la mayor asunción de riesgos.

Los accionistas tienen un impacto significativo en las decisiones financieras de las empresas, ellos pueden dar forma a la naturaleza de la toma de riesgos corporativa de una empresa, lo que puede afectar su capacidad para competir, y, finalmente, su supervivencia (*Wright et al.*, 1996). *John et al.* (2008) no encontraron relación significativa entre la concentración de la propiedad y el riesgo corporativo. En cuanto a las oportunidades de crecimiento que tienen las empresas y el riesgo corporativo que traen consigo, se ha demostrado que la voluntad de los empresarios a asumir riesgos en la búsqueda de oportunidades rentables es una base fundamental del crecimiento económico a largo plazo (*Acemoglu y Zilibotti*, 1997, *Baumol et al.*, 2007; *DeLong y Summers*, 1991; *John et al.*, 2008). *Anderson et al.* (1993) y *Wright y Ferris* (1997) demuestran que empre-

sas con elevadas expectativas de crecimiento pueden aprovechar dichas oportunidades e incrementar su valor asumiendo mayores niveles de riesgo.

Cuando hablamos de riesgo corporativo no podemos dejar de pensar en que sucede con el endeudamiento y de qué manera influye en las decisiones que toman las empresas. *Azofra et al.* (1997) demuestran que el endeudamiento es una de las variables contables determinantes del riesgo sistemático, específico y total de las empresas, mientras que *Arcas* (1991) demuestra que el endeudamiento aumenta el riesgo financiero de la empresa. Continuando con nuestras variables de interés y que es lo que dice la literatura al respecto *Saunders et al.* (1990) sostienen que el nivel de riesgo elegido puede ser influenciado por los problemas de agencia. *Díez et al.* (2013) encontraron una tendencia al alineamiento de intereses entre los accionistas de referencia distintos del principal, de modo que alientan la toma de decisiones arriesgadas cuando existen oportunidades de inversión y tratan de reducir el riesgo corporativo en caso contrario. Además documentan que el efecto de dichos accionistas de referencia es tanto más notable cuanto menor es el poder del principal accionista. Igualmente, se observa que los accionistas de naturaleza familiar o individual presentan una tendencia a la toma de decisiones menos arriesgadas.

Si bien este trabajo no aborda bancos e instituciones financieras, hemos querido entender lo que sucede en el sector, para profundizar nuestro análisis posterior. En el trabajo de *Anderson y Fraser* (2000) muestran que la relación entre accionistas institucionales y nivel de riesgo de los bancos no es significativa, mientras que *Knopf y Teall* (1996) y *Cebenoyan et al.* (1995) muestran que la relación entre ambas variables no es clara puesto que la misma puede variar con el grado de regulación del sector; en períodos de mayor regulación, la mayor participación institucional se asocia con reducciones en el nivel de riesgo de los bancos, mientras que en períodos de desregulación la relación no es significativa. *Konishi y Yasuda* (2003) muestran que en los bancos comerciales japoneses la participación de accionistas estables en el capital tiene un efecto no lineal sobre el riesgo aunque no distinguen entre accionistas como personas físicas y accionistas como personas jurídicas.

El nivel de riesgo elegido, sin embargo, puede ser influenciado por los problemas de agencia. Dado que los depositantes sólo pueden monitorear las acciones de los accionistas de manera imperfecta, los accionistas pueden aumentar el valor de sus opciones de compra de acciones, aumentando el riesgo de los activos subyacentes del depositario. (*Saunders et al.*, 1990).

En cuanto a las oportunidades de inversión, estas se manifiestan como un factor indirecto sobre el riesgo corporativo, modelando la influencia de la estructura de propiedad, al crear incentivos distintos al accionista principal para asumir mayores riesgos en cada entorno legal, esencialmente cuando no existen dichas oportunidades. (*Díez et al.*, 2013)

Capítulo 3

Datos y metodologías

3.1. Datos

Los datos utilizados en la presente investigación fueron extraídos de la base de datos Economática para el periodo anual comprendido entre el año 2000 hasta 2015. La muestra se compone de 1036 empresas latinoamericanas, se dejaron fuera bancos e instituciones financieras. De este modo la muestra quedó distribuida en 6 países; Argentina (134 empresas), Brasil (487 empresas), Chile (166 empresas), Colombia (39 empresas), México (145 empresas), y Perú (65 empresas).

A partir de los datos extraídos de Economática se construyeron las variables descritas en el cuadro 3.1. En discrepancia con la literatura sobre riesgo corporativo, quienes han usado como indicador del riesgo de una empresa, el riesgo de sus acciones (Konishi y Yasuda, 2004; John et al., 2008; Nguyen, 2010) en este estudio hemos usado como variable para medir riesgo corporativo el Z score de Altman (RC), el cual es un índice que mide la probabilidad de que una empresa caiga en bancarrota en los próximos dos años. En el caso de mercados emergentes, como es el caso de las empresas latinoamericanas, se considera un Z mayor a 2.6 como una zona segura para las empresas, entre 1.1 y 2.6 se considera una zona gris, y un Z score menor a 1.1 es la zona de peligro.

Con respecto a la estructura de propiedad, medimos el poder del principal accionista mediante la proporción de acciones en manos del mismo (P1). La importancia del resto de accionistas de referencia distintos del principal viene medida por la variable (CONT), calculada como la suma del porcentaje de acciones poseídas por el segundo al quinto accionista dividido por el porcentaje poseído por el primero. Cuanto mayor es el valor que toma este índice, mayor es el poder que concentran el resto de accionistas frente al primero. Incluimos también la propiedad del primer accionista al cuadrado (P12) con el fin de observar el comportamiento de Como medición de las oportunidades de crecimiento hemos considerado dos variables, el retorno sobre los activos (ROA) el cual también es usado por Nguyen (2011), y el gasto en capital (CAPEX). Una primera variable de política de endeudamiento es la estructura de capital (BS), la cual mide el nivel de endeudamiento, calculado como la deuda sobre el total de activos. Además como segunda variable de control sobre la política de endeudamiento hemos confeccionado el ratio madurez de la deuda (MAT), la cual nos da la proporción de deuda que es de largo

plazo. Los costos de agencia son medidos mediante los gastos discrecionales (OES), en donde se confecciona el ratio gastos operacionales a ventas netas, debemos recordar que los conflictos de agencia en este caso son entre el accionista principal y los minoritarios debido a la expropiación de riqueza. En cuanto al tamaño de la empresa, lo medimos a través del logaritmo natural del total de activos (SIZE). La tangibilidad (TANG) es una medida de liquidez de los activos, es decir, la proporción de activos fijos.

Cuadro 3.1: Variables del estudio.

Variable	Definición
<i>A. Riesgo corporativo</i>	
Z Score Altman's (CR)	Equación de Altman's
<i>B. Estructura de propiedad</i>	
Primer accionista (P1)	Porcentaje de propiedad del primer accionista
Segundo accionista (P2)	Porcentaje de propiedad del segundo accionista
Tercer accionista (P3)	Porcentaje de propiedad del tercer accionista
Cuarto accionista (P4)	Porcentaje de propiedad del cuarto accionista
Quinto accionista (P5)	Porcentaje de propiedad del quinto accionista
Accionistas no controladores (CONT)	Propiedad acumulada desde segundo al quinto accionista
<i>C. Oportunidades de crecimiento</i>	
Retorno sobre los activos (ROA)	Retorno sobre el total de activos
Gastos de capital (CAPEX)	Gastos en capital a depreciación
<i>D. Política de Endeudamiento</i>	
Estructura de capital (BS)	Ratio deuda a total de activos
Madurez deuda (MAT)	Pasivos de largo plazo a deuda total
<i>E. Costos de Agencia</i>	
Gastos discrecionales (OES)	Gastos operacionales a ventas netas
<i>F. Política de Inversión</i>	
Tangibilidad (TANG)	Activos a largo plazo sobre activos totales
Tamaño (SIZE)	Logaritmo natural total de activos

Fuente: Elaboración propia.

3.2. Método econométrico

El modelo queda planteado de la siguiente manera, donde el subíndice i identifica el país, el subíndice t indica el periodo, además se controlan efectos fijos por país y efectos fijos temporales

$$\begin{aligned}
 CR = & \beta_0 + \beta_1 P1_{it} + \beta_2 P1_{it}^2 + \beta_3 CONT_{it} + \beta_4 BS_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
 & + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 AC_{it} + \beta_8 MAT_{it} + \beta_9 TANG_{it} + \mu_i + \mu_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3.1}$$

Capítulo 4

Resultados empíricos

4.1. Análisis descriptivo

El cuadro 4.1 nos enseña la estadística descriptiva de la muestra, podemos apreciar que el Z score de Altman (4.64) nos indica que en promedio las empresas latinoamericanas tienen una baja probabilidad de quiebra en los próximos 2 años, esto va aparejado de una fuerte concentración de propiedad en el primer accionista (48,23 % en promedio).

Cuadro 4.1: Estadística descriptiva.

Variable	Media	S.D
<i>A. Riesgo Bancarrota</i>		
Z Score	4.64	107.33
<i>B. Estructura de Propiedad</i>		
Primer accionista (%)	48.23	26.45
Segundo accionista (%)	15.56	10.31
Tercer accionista (%)	8.20	5.46
Cuarto accionista (%)	5.51	3.93
Quinto accionista (%)	3.87	2.92
Accionistas no controladores	68.89	29.11
<i>C. Oportunidades de crecimiento</i>		
Retorno sobre los activos (%)	1.85	8.56
Gastos en capital (%)	157.14	56.22
<i>D. Política de endeudamiento</i>		
Estructura de capital (%)	56.44	31.62
Madurez deuda (%)	46.55	26.87
<i>E. Costos de Agencia</i>		
Gastos operacionales a ventas netas	14.73	23.57
<i>F. Política de inversión</i>		
Tangibilidad (%)	63.68	24.14
Tamaño (total activos, millones US\$)	1,239,764	2,784,939

Fuente: Elaboración propia.

La variable de accionistas no controladores (68,89), indica que la probabilidad de que los accionistas minoritarios no controladores le hagan frente al principal es baja, esto porque los derechos del conglomerado formado por el segundo al quinto accionista equivalen a dos tercios de los derechos del controlador, esto a diferencia de estudios internacionales donde el principal tiene una proporción mucho menor del total de la propiedad.

4.2. Rol de la estructura de la propiedad en el riesgo corporativo

La regresión de panel dinámico para riesgo de banca rota (cuadro 4.2) nos indica que a medida que el z score de Altman aumenta, la probabilidad de quiebra va disminuyendo. Por ende las variables del cuadro 4.2 que tienen signo positivo y poseen significancia generan aumento en el z score, vale decir una disminución de riesgo de quiebra.

La mayor participación del controlador (variable Primer accionista) tiene un efecto positivo sobre el z score de Altman, es decir, disminuye el riesgo de banca rota en los próximos 2 años. El signo negativo de la segunda variable (Primer accionista al cuadrado), nos indica que la reducción es decreciente, además demuestra que es una función cóncava invertida, al tener forma de U invertida, tiene un máximo que corta la función en dos partes; la primera parte dice, más concentración, más riesgo y la segunda dice más concentración, menos riesgo. La variable accionistas no controladores también muestra un efecto positivo, es decir que la respuesta del bloque del 2° al 5° mayor accionista disminuye la probabilidad de banca rota. Otro resultado destacable es que las empresas con mayores oportunidades de crecimiento (medidas por ROA) y mayor tamaño tienen un efecto positivo sobre el z score de Altman y por lo tanto menor riesgo de caer en banca rota. Como efectos negativos sobre el z score, encontramos el nivel de deuda, los costos de agencia, la madurez de la deuda y la tangibilidad de los activos, estas variables aumentan el riesgo empresarial. Esto es explicado porque un mayor nivel de deuda va aparejado de una menor liquidez, golpeando de esta forma la rentabilidad de las empresas. Lo mismo sucede con la tangibilidad de los activos, mientras más de largo plazo sean los activos de una empresa menor será la liquidez de la misma puesto que el negocio se concentrará en el largo plazo.

De acuerdo a la literatura, el rol de la concentración de la propiedad en el primer accionista y su efecto sobre el riesgo corporativo o riesgo de banca rota puede estar determinado por las oportunidades de crecimiento que existan en la empresa y por el nivel de concentración. Por esto, en el cuadro 4.3 la muestra ha sido dividida en firmas con altas y bajas oportunidades de crecimiento para realizar un test de diferencia de medias. Dicha división se llevó a cabo de acuerdo al cálculo del ROA, se tomó el ROA por cada una de las empresas y sectores para cada país y se calculó un promedio sectorial por país, las firmas con un promedio país y sector superior a este ROA se les asigna un valor 1, es decir estas empresas se calificaron como empresas con altas oportunidades de crecimiento y las que están por debajo se les asignó valor 0, es decir empresas con

bajas oportunidades de crecimiento.

Cuadro 4.2: Estimador dinámico GMM para el riesgo corporativo.

Variables	Riesgo de Bancarrota medido por Z score		
	(1)	(2)	(3)
Primer accionista	219.5 (4.46)***	3.8901 (2.44)**	114.37 (2.84)***
Primer accionista al cuadrado	-284.14 (-6.51)***		-133.01 (-3.66)***
Accionista no cotroladores		0.4557 (1.69)*	0.9862 (2.35)**
Estructura de capital	-10.2556 (-65.29)***	-6.7408 (-26.22)***	-21.1838 (-22.65)***
Costos de Agencia	-6.2955 (-1.21)	-1.5716 (-3.54)***	-5.4619 (-1.80)*
Retorno sobre activos	6.5311 (16.19)***	3.7116 (9.25)***	55.2431 (16.99)***
Tamaño	17.3117 (5.62)***	0.6932 (2.77)***	15.6779 (7.13)***
Madurez deuda	-18.3482 (-2.31)**	-1.5165 (-2.27)**	-38.0224 (-6.52)***
Tangibilidad	-40.9409 (3.39)***	-4.7038 (4.98)***	-29.9104 (3.55)***
Constante	-351.56 (-5.03)***	22.78 (3.84)***	-324.69 (-6.10)***
AR(1)	(-2.90)***	(2.40)***	(-3.65)***
AR(2)	(-0.59)	(-1.45)	(0.95)
Hansen	(30.17)	(72.43)	(89.31)
Dummy año	Yes	Yes	Yes
Dummy país	Yes	Yes	Yes
Wald	(71.67)***	(80.27)***	(75.51)***
Muestra	3377	1436	1562

Superíndices ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5 y 10% respectivamente.

Fuente: Elaboración Propia

Los resultados obtenidos en el cuadro 4.3 son concordantes con la literatura, las firmas con altas oportunidades de crecimiento muestran un menor riesgo de quiebra (z score de Altman 2,19), mayor retorno sobre los activos ROA 3.49 contra 1.91. De la misma forma los gastos en capital son más altos en este escenario, es decir las empresas con mayores oportunidades de crecimiento no solo estarían reponiendo el capital depreciado, sino que también invirtiendo más en activos para generar crecimiento (sobre 100, en este caso 186.34). En cuanto a la política de endeudamiento tenemos que las firmas con altas oportunidades de crecimiento poseen mayores niveles de deuda, el 67.3% de

sus activos es financiado con deuda versus un 59,5 % cuando las oportunidades de crecimiento son bajas. Al mismo tiempo la madurez de la deuda es relativamente mayor, del total de la deuda un 47.52 % es deuda de largo plazo cuando las oportunidades de crecimiento son altas y un 43,44 % en caso contrario. Encontramos que la concentración de propiedad no cambia de acuerdo a las oportunidades de crecimiento, en ambos casos se observa una fuerte concentración de la propiedad 48.31 % y 51.30 %.

Cuadro 4.3: Diferencia de medias según oportunidades de crecimiento.

Variable	Oportunidades de Crecimiento		
	Alta	Baja	<i>t</i>
<i>A. Riesgo Bancarrota</i>			
Z Score	2.19	1.32	(2.62)***
<i>B. Estructura de Propiedad</i>			
Primer accionista (%)	48.31	51.30	(-4.55)***
Segundo accionista (%)	15.40	15.33	(0.23)
Tercer accionista (%)	8.16	7.81	(2.27)**
Cuarto accionista (%)	5.50	5.25	(2.02)**
Quinto accionista (%)	3.88	3.70	(1.86)*
Accionistas no controladores (%)	68.22	62.55	(3.18)***
<i>C. Oportunidades de crecimiento</i>			
Retorno sobre activos (%)	3.49	1.91	(2.63)***
Gastos en capital (%)	186.34	94.24	(3.82)***
<i>D. Política de endeudamiento</i>			
Estructura de capital (%)	67.30	59.48	(2.97)***
Madurez de la deuda (%)	47.52	43.44	(6.81)***
<i>E. Costos de Agencia</i>			
Gastos operacionales a ventas netas	12.73	17.66	(-9.02)***
<i>F. Política de Inversión</i>			
Tangibilidad (%)	63.14	62.57	(0.91)
Tamaño (Log natural sobre total activos)	13.41	21.17	(-4.92)***

Superíndices ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5 y 10 % respectivamente.

Fuente: Elaboración Propia

En línea con la literatura observamos que cuando las oportunidades de crecimiento son altas la concentración de propiedad del segundo al quinto accionista es mayor que en firmas con bajas oportunidades de crecimiento. Además en firmas con altas oportunidades de crecimiento los accionistas no controladores tienen más probabilidades de contestar a las decisiones de los controladores, un 68.22 % contra un 62.55 %, esto se explicaría porque las firmas que tienen bajas oportunidades de crecimiento tienen un 3 % aproximado de mayor concentración de la propiedad en el primer accionista. Como era de esperar los costos de agencia son mayores en empresas con bajas oportunidades de crecimiento, puesto que estas presentan menores niveles de endeudamiento, recordemos que la deuda es una forma de mitigar los costos de agencia. La variable tangibilidad no es

significante y en cuanto a tamaño, las firmas con mayores oportunidades de crecimiento son en promedio de menor tamaño.

Continuando con nuestro análisis encontramos que las oportunidades de crecimiento afectan la relación entre concentración de propiedad y riesgo corporativo, cuando las oportunidades de crecimiento son bajas, la participación del primer accionista tiene un efecto positivo y significativo sobre el z score de Altman, es decir, si el accionista controlador aumenta su participación hay una disminución del riesgo de quiebra. En el otro escenario, con altas oportunidades de crecimiento, sucede lo contrario, el riesgo de quiebra aumenta a medida que aumenta la participación del primer accionista. En el cuadro 4.4, las primera 3 ecuaciones dicen relación con empresas con bajas oportunidades de crecimiento y las siguientes 3 ecuaciones de empresas con altas oportunidades de crecimiento. Estas se calificaron con la misma metodología utilizada en el cuadro 4.3. Es interesante analizar lo que sucede con los costos de agencia, cuando la firma enfrenta bajas oportunidades de crecimiento estos no inciden (no son significativos) y en el caso contrario, tienen un efecto negativo y significativo sobre el z score de Altman aumentando de esta forma la probabilidad de quiebra. Entonces surge una interrogante ¿porque existen costos de agencia si las firmas tienen altas oportunidades de crecimiento? Frente a este escenario los costos de agencia debiesen ser más bajos, esto hace presumir que los costos de agencia podrían derivarse del conflicto de agencia entre accionistas, entonces analizando la tercera variable, con altas oportunidades de crecimiento, observamos un conflicto de intereses porque mientras más participe el controlador es probable que tome proyectos riesgosos para aprovechar dichas oportunidades de crecimiento y los accionistas no controladores no están de acuerdo con esa política porque probablemente con esta política de mayor riesgo, el controlador busca expropiar a los minoritarios, entonces la respuesta de los no controladores es no tomar una política de mayor riesgo, si no que por el contrario de menor riesgo lo que aumentaría el z score, disminuyendo el riesgo de quiebra. Entonces hay conflictos de intereses entre el accionista controlador y el minoritario, lo que justificaría la existencia de los costos de agencia que aparecen en la quinta variable y también es consistente con lo que indica la literatura.

Originalmente el tamaño tenía un efecto positivo, pero aquí cambia según las oportunidades de crecimiento. Con bajas oportunidades de crecimiento las empresas más grandes disminuye el z score por lo tanto aumenta el riesgo de quiebra, es decir hay más riesgo de quiebra en empresas grandes con bajas oportunidades de crecimiento y cuando la firma tiene altas oportunidades de crecimiento ocurre lo contrario, en la medida que aumenta el tamaño las empresa tienen menor riesgo. (aumenta el z score).

También podemos encontrar varios resultados transversales. La estructura de capital muestra un efecto negativo sobre el z score de Altman, es decir cuando las firmas se endeudan enfrentan un mayor riesgo de naturaleza financiera lo que aumenta el riesgo de insolvencia y el riesgo corporativo de la empresa. La Tangibilidad muestra un efecto negativo sobre el z score de Altman independiente de las oportunidades de crecimiento.

Originalmente el tamaño tenía un efecto positivo, pero aquí cambia según las oportunidades de crecimiento. Con bajas oportunidades de crecimiento las empresas más grandes disminuyen el z score, por lo tanto, aumenta el riesgo de quiebra mientras que

cuando las firmas tienen altas oportunidades de crecimiento ocurre lo contrario, en la medida que aumenta el tamaño de las empresas tienen menor riesgo.

Cuadro 4.4: Estimador dinámico GMM para el riesgo corporativo según oportunidades de crecimiento.

Variables	Riesgo de quiebra medido a través de Z score de Altman					
	Con bajas oportunidades de crecimiento			Con altas oportunidades de crecimiento		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Primer accionista	24.07 (2.83)***	1.3705 (2.14)**	3.5208 (3.06)***	-34.8679 (-2.38)**	-1.5831 (-3.81)***	-4.3906 (-3.91)***
Primer accionista al cuadrado	15.1168 (1.04)		3.3558 (0.50)	-11.9349 (-0.58)		-1.2077 (-0.09)
Accionistas no controladores		0.3925 (2.59)***	0.6734 (2.96)***		0.1962 (2.67)***	0.9727 (3.55)***
Estructura de capital	-1.4934 (-11.11)***	-4.7496 (-3.84)***	-6.0099 (4.83)***	-1.8121 (-13.07)***	-3.2749 (-9.44)***	-2.9288 (21.98)***
Costos de agencia	-1.2986 (-1.14)	-0.0952 (-0.17)	-0.4761 (-0.81)	-5.3448 (-4.06)***	-1.9816 (-3.44)***	-1.5774 (-3.04)***
Retorno sobre los activos	9.1857 (53.66)***	9.0586 (5.15)***	0.3162 (0.20)	9.3377 (33.28)***	7.7049 (15.89)***	7.8357 (17.19)***
Tamaño	-11.4454 (-9.63)***	-1.6365 (-2.65)***	-2.1513 (-3.24)***	5.3751 (5.23)***	0.6274 (2.36)**	0.4880 (1.94)
Madurez de la deuda	1.9503 (0.82)	0.7354 (0.60)	0.8058 (0.66)	1.1721 (2.50)**	1.7391 (2.45)**	1.8724 (2.73)***
Tangibilidad	-9.2651 (-2.04)**	-3.5090 (2.21)**	-9.8171 (-4.24)***	-3.6124 (-2.03)**	-3.2851 (-3.35)***	-4.0067 (-4.19)***
Constante	363.45 (11.78)***	57.74 (3.50)***	79.45 (4.60)***	-121.25 (-5.19)***	16.61 (2.67)***	13.81 (2.33)**
AR(1)	(2.83)***	(2.10)***	(-2.36)**	(-3.12)***	(-1.96)**	(-2.18)**
AR(2)	(-0.16)	(-0.62)	(1.17)	(-1.27)	(-0.80)	(-0.55)
Test Sargan	(97.40)	(21.50)	(27.17)	(78.64)	(44.66)	(71.62)
Dummy año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald	(77.48)***	(87.96)***	(92.51)***	(67.93)***	(59.61)***	(72.54)***
Muestra	390	286	316	1350	1150	1246

Superíndices ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5 y 10% respectivamente.

Fuente: Elaboración Propia

4.3. Rol de la concentración del primer accionista en el riesgo corporativo

Para determinar la incidencia que tiene la propiedad del accionista controlador sobre las variables estudiadas veremos el cuadro 4.5. Aquí encontramos que en las firmas con alta concentración de la propiedad hay una elevada concentración de propiedad en el primer accionista (72,46 %) y el bloque del 2° al 5° mayor accionista no puede contrarrestar las decisiones del controlador, ya que si juntan su derechos solo logran un 32,93% de lo que el controlador posee. Lo contrario sucede cuando las firmas tienen baja concentración de la propiedad, en este caso el bloque del 2° al 5° mayor accionista sí tienen la capacidad de hacer frente al controlador, superando la propiedad de este al juntar sus derechos. El z score del Altman indica que hay un mayor riesgo de quiebra en los próximos 2 años cuando la concentración de propiedad es más alta, esto se podría explicar por los conflictos de agencia que podrían surgir en este escenario. La política de endeudamiento muestra que las empresas con mayor concentración de la propiedad tienen más deuda, mientras que la madurez de esta misma no es significativa.

Cuadro 4.5: Diferencias de medias según concentración del primer accionista.

Variable	Concentración del primer accionista		
	Alta	Baja	<i>t</i>
<i>A. Riesgo Bancarrotista</i>			
Z Score	-31.85	7.69	(3.19)***
<i>B. Estructura de Propiedad</i>			
Primer accionista (%)	72.46	28.22	(13.47)***
Segundo accionista (%)	14.23	16.16	(-7.53)***
Tercer accionista (%)	5.13	9.72	(-36.53)***
Cuarto accionista (%)	2.74	6.74	(-45.64)***
Quinto accionista (%)	1.76	4.87	(-47.18)***
Accionistas no controladores (%)	32.93	132.85	(-4.78)***
<i>C. Oportunidades de crecimiento</i>			
Retorno sobre activos (%)	12.57	0.74	(2.53)***
Gastos en capital (%)	166.89	71.06	(3.81)***
<i>D. Política de endeudamiento</i>			
Estructura de capital (%)	96.93	66.24	(3.09)***
Madurez de la deuda (%)	46.39	47.16	(-1.59)
<i>E. Costos de Agencia</i>			
Gastos operacionales a ventas netas	13.94	21.73	(-7.38)***
<i>F. Política de Inversión</i>			
Tangibilidad (%)	64.66	59.55	(10.60)***
Tamaño (Log natural sobre total activos)	20.97	21.81	(-13.69)***

Superíndices ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5 y 10 % respectivamente.

Fuente: Elaboración Propia

En cuanto al panel de regresión dinámico para riesgo de bancarrota por concentración de propiedad, observamos que cuando existe una alta concentración de propiedad en el primer accionista, el z score de Altman disminuye, aumentando el riesgo de bancarrota en los próximos dos años.

Cuadro 4.6: Estimador dinámico GMM para el riesgo corporativo con alta y baja concentración en el primer accionista.

Variables	Riesgo de quiebra medido a través de Z score de Altman's					
	Baja concentración primer accionista			Alta concentración del primer accionista		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Primer accionista	1.2503 (0.38)	-0.1911 (0.10)	-9.4840 (-2.36)**	-112.22 (-3.00)***	11.82 (3.34)***	-47.282 (-1.97)**
Primer accionista al cuadrado	-1.3209 (-0.34)		10.2795 (2.33)**	92.4572 (3.13)***		38.1865 (2.35)**
Accionistas no controladores		0.1784 (0.64)	-0.0243 (-0.10)		3.6650 (2.91)***	-1.7420 (-0.66)
Estructura de capital	-1.0895 (-17.27)***	-3.1354 (-6.84)***	-5.5160 (15.51)***	-2.8284 (-21.19)***	-9.2362 (-24.91)***	-5.1459 (-25.58)***
Costos de agencia	1.8206 (4.02)***	1.9408 (3.50)***	2.2663 (5.26)***	4.4467 (2.72)***	1.2258 (2.34)**	2.1738 (2.49)**
Retorno sobre los activos	0.5361 (3.56)***	6.0148 (8.75)***	1.4596 (2.79)***	7.6997 (5.09)***	2.3428 (5.33)***	0.3343 (0.48)
Tamaño	-0.6259 (-2.53)**	-0.8065 (-3.07)***	-1.7363 (-8.20)***	4.5649 (2.99)***	-0.0204 (-0.04)	4.0584 (5.02)***
Madurez de la deuda	-0.1277 (-0.21)	0.9369 (1.27)	0.2436 (0.40)	7.2930 (2.13)**	1.0472 (1.00)	7.2549 (4.56)***
Tangibilidad	-0.0238 (-0.03)	-1.8748 (-1.82)*	0.5246 (0.63)	-1.3214 (-0.25)	-5.2676 (-3.61)***	-16.9604 (-7.30)***
Constante	15.05 (2.59)***	24.04 (3.86)***	50.65 (10.06)***	-78.57 (-2.23)**	0.9672 (0.07)	-72.37 (-3.35)***
AR(1)	(-2.76)***	(-2.61)***	(-2.76)***	(-2.86)***	(-2.27)**	(-2.17)**
AR(2)	(-1.45)	(-1.26)	(-0.05)	(-1.17)	(-0.11)	(1.17)
Test Sargan	(59.48)	(41.78)	(47.53)	(91.45)	(65.63)	(97.81)
Dummy año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummy país	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald	(68.82)***	(89.29)***	(77.42)***	(43.64)***	(85.98)***	(73.32)***
Muestra	910	1648	1181	830	347	381

Superíndices ***, **, * indican significancia estadística al 1, 5 y 10 % respectivamente.

Fuente: Elaboración Propia

En cuanto a la contestabilidad del bloque del 2 al 5 accionista no afecta el riesgo corporativo. La estructura de propiedad cuando existe tanto una baja como alta concentración de propiedad en el primer accionista se ve afectada de manera negativa, es

decir, aumenta el riesgo de bancarrota en los próximos dos años. También se puede apreciar que el tamaño afecta principalmente a empresas con una baja concentración de la propiedad en el primer accionista, aquí el z score de Altman disminuye haciendo aumentar el riesgo de bancarrota en los próximos dos años.



Capítulo 5

Conclusiones

El riesgo corporativo tiene una gran influencia en la toma de decisiones, es decir los agentes económicos tendrán en cuenta el comportamiento del riesgo en ciertos escenarios para su actuar a la hora de tomar una decisión. En Latinoamérica esto se vuelve más complejo. El tema no ha sido estudiado y en esta parte del mundo el acontecer económico tiene características tan particulares y propias que no lo hace comparable con ningún lugar del mundo. Diversos estudios de riesgo corporativo se han realizado en Europa y Estados Unidos, sin embargo sus resultados no son aplicables a países latinoamericanos como mencionamos anteriormente, dejando de esta forma sin una base de información sólida a los tomadores de decisiones. Por esto hemos tomado empresas latinoamericanas en este estudio, para analizar la relación entre riesgo corporativo y estructura de propiedad, siendo esta última la característica que marca la diferencia entre el escenario económico latinoamericano y otros del mundo. Encontramos que en general las empresas latinoamericanas tienen una baja probabilidad de quiebra en los próximos 2 años, esto debido a la alta concentración de propiedad ya que una mayor participación del controlador tiene un efecto positivo sobre el z score de Altman, es decir, disminuye el riesgo. La literatura nos indica que el rol de la concentración de la propiedad en el primer accionista y su efecto sobre el riesgo corporativo puede estar determinado por las oportunidades de crecimiento. Por esto se realizó una división entre firmas con altas y bajas oportunidades de crecimiento de acuerdo a una medida del ROA. De aquí logramos comprobar que en Latinoamérica existe una participación del primer accionista dominante independiente de las oportunidades de crecimiento. También, la concentración de propiedad es mayor en empresas con bajas oportunidades de crecimiento y por lo mismo los no controladores tienen menos posibilidades de hacer frente a las decisiones del controlador en este escenario. La alta concentración de propiedad lleva consigo efectos sobre los accionistas no controladores, uno de ellos es la baja probabilidad de que los “no controladores” puedan hacer frente a las decisiones del controlador ya que si estos juntaran sus derechos, solo lograrían tener dos tercios de lo que el controlador posee. Además, cuando las firmas tienen altas oportunidades de crecimiento, los no controladores tienen un efecto positivo sobre el riesgo y si a esto le sumamos que en este mismo escenario encontramos la variable costos de agencia con efecto positivo y significativo sobre el riesgo, queda reflejado un conflicto de agencia

entre controladores y minoritarios. Esto no sucede cuando las oportunidades de crecimiento son bajas, aquí los costos de agencia no son significativos. Las firmas con altas oportunidades de crecimiento mostraron menores niveles de riesgo, esto porque mientras más propiedad tenga el controlador, este buscará proteger su patrimonio y para ello optará por tomar decisiones que lleven aparejado menores niveles de riesgo.



Bibliografía

- [1] ACEMOGLU, D. Y ZILIBOTTI, F. (1997). Was prometheus unbound by chance? Risk, Diversification, and Growth. *The Journal of Political Economy*, Vol 105, Issue 4, 709-751.
- [2] ANDERSON, D. FRANCIS, J., Y STOKES, D. (1993). Auditing, directorships, and the demand for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy* 69(12): 353-375.
- [3] ANDERSON, R.C., FRASER, D.R.,(2000). Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry. *Journal of Banking and Finance* 24, 1383-1398.
- [4] ARCAS, M. J. (1991). Estudio de la asociación entre el riesgo sistemático del mercado y determinadas variables contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 21(66): 127-150.
- [5] 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, 277-97.
- [6] AZOFRA, V. RODRIGUEZ, J. A., Y VALLELADO, E. (1997). Determinantes del riesgo de las empresas industriales españolas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 26(92): 749-775.
- [7] BARCA, F. Y BETCH, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- [8] BAUMOL, W. LITAN, R. Y SCHRAMM, C. (2007). Sustaining Entrepreneurial Capitalism. *Capitalism and Society*, Vol. 2, Issue 2. BERLE, A. MEANS, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property, *University of Pennsylvania Law Review and American Law Register*, 782-785.
- [9] CEBENOYAN, A., FISCHER, K., PAPAIOANNOU, G. (1995). Corporate financial structure under inflation and financial repression: A com-

- parative study of North American and emerging markets firms. *Global Finance Journal* 6(1):25-45.
- [10] CHEN, C. STEINER, T. Y WHYTE, A. (1998). Risk-taking behavior and management ownership in depository institutions, *The Journal of Financial Research*. Vol. XXI, NO.1.1-16.
- [11] CHEN, K. ELDER, R. Y HUNG, S. (2010). The investment opportunity set and earnings management: Evidence from the role of controlling shareholders. *Corporate Governance* 18 (3): 193-211.
- [12] DELONG J.B., Y SUMMERS, L.H. (1991). Equipment Investment and Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics* 106: 445-502.
- [13] DIEZ, J. GARCIA, C. Y LOPEZ ITURRIAGA, F. (2013). International Evidence About the Influence of Large Shareholders on Corporate Risk Taking, *Spanish Journal of Finance & Accounting*, 487-511.
- [14] FACCIO, M. Y LANG, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics* 65(3): 365-395.
- [15] JENSEN, M Y MECKLING, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, 305-360.
- [16] JHON, K. LITOV, L. Y YEUNG, B. (2008). Corporate Governance and Risk-Taking, *Journal of Finance*, vol. 63, issue 4, 1679-1728.
- [17] JUGDE, W. (2011). The Pivotal Role of Ownership. *Corporate Governance: An International Review* 19: 505-506.
- [18] KNOPF, J.D. Y TEALL, J.L. (1996). Risk-taking behavior in the U.S. thrift industry: Ownership structure and regulatory changes, *Journal of Banking and Finance* 20, 1329- 1350.
- [19] KONISHI, M. Y YASUDA, Y. (2004). Factors affecting bank risk taking: Evidence from Japan. *Journal of Banking and Finance* 28(1): 215-232.
- [20] LA PORTA, R. LOPEZ DE SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54(2): 471-517.
- [21] LAEVEN, L. Y LEVINE, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies* 21(2): 579-604.
- [22] MORCK, R. WOLFENZON, D. Y YEUNG, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature* 43(3): 655-720.

- [23] PALIGOROVA, T. (2010). Corporate Risk Taking and Ownership Structure, Bank of Canada Working Paper.
- [24] SANTANA, D. J. BONA, C. Y PEREZ, J. (2007). Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 36(133): 55-72.
- [25] SANTANA, D. J. Y AGUIAR, I. (2006). El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002). *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 26: 47-72.
- [26] SAUNDERS, A. STROCK, E. Y TRAVLOS, N. (1990). Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking. *The Journal of Finance* Vol. 45, No. 2. 643-654.
- [27] SMITH, C. Y WATTS, R. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32(3): 263-292.
- [28] TANAKA, T. CAMERER, C. Y NGUYEN, Q. (2010). Risk and Time Preferences: Linking Experimental and Household Survey Data from Vietnam, *American economic review*, vol. 100, NO, 1, 557-71.
- [29] WRIGHT, P. FERRIS, S.; SARIN, A.Y AWASTHI, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. *Academy of Management Journal* 39(2): 441-463.
- [30] WRIGHT, P. Y FERRIS, S. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal* 18(1): 77-83.