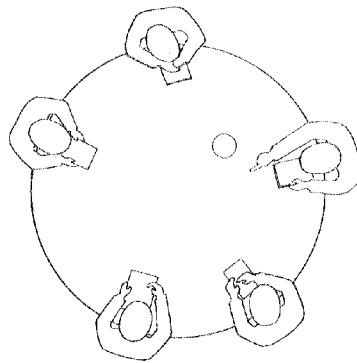


Serie de Estudios Económicos

Documentos de Investigación



Nº 29

La estructura de financiamiento de las empresas chilenas,
1977-1985: Antecedentes estadísticos y algunas
implicancias teóricas

Hugo Mena K.

Santiago, Abril de 1987

TRABAJO EDITADO POR EL
DEPARTAMENTO DE PUBLICACIONES
E INFORMACIONES DEL
BANCO CENTRAL DE CHILE

Impreso en Chile / Printed in Chile

Edición de 300 ejemplares

EL CONTENIDO DEL PRESENTE TRABAJO
ES DE EXCLUSIVA RESPONSABILIDAD
DE SU AUTOR Y NO COMPROMETE
LA OPINION DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE

	Pág.
INTRODUCCION Y RESUMEN	7
I. METODOLOGIA	9
II. ESTRUCTURA AGREGADA DEL PASIVO: CUADROS ESTADISTICOS	13
III. TAMAÑO DE LA MUESTRA Y COBERTURA DE LA INFORMACION	21
A. Características generales de la muestra	21
B. Muestra de empresas públicas	24
C. Subestimación del financiamiento agregado vía crédito bancario	26
IV. CONSIDERACIONES ECONOMICAS ACERCA DE LA EVIDENCIA EMPIRICA PRESENTADA	29
A. Aspectos conceptuales generales	29
B. El mercado accionario: Chile versus USA	31
C. Algunas implicancias teóricas	37
D. Reinterpretación de la evidencia empírica chilena	40
E. Consideraciones finales	46
TITULOS PUBLICADOS DE LA SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS	49

INTRODUCCION Y RESUMEN

El objetivo fundamental de este trabajo es presentar evidencia empírica acerca de la estructura de financiamiento de las empresas (no financieras) en Chile y establecer algunas implicancias teórico-analíticas, de carácter general, a partir de ella.

Desde el punto de vista económico, es interesante disponer de antecedentes empíricos agregados que permitan contar con una idea acerca de cuáles son las fuentes más importantes de obtención de recursos por parte de las empresas productivas y, en particular, de las empresas privadas. En efecto, desde un punto de vista puramente analítico, ello permite contar con un valioso insumo que puede ser empleado en los supuestos generales de un modelo macroeconómico (teórico) en que se modelen explícitamente decisiones intertemporales por parte del sector privado. Por otra parte, desde el punto de vista de política económica, tal evidencia empírica ayuda a orientar políticas globales de ahorro privado con fines productivos. Adicionalmente, la constatación de cuáles son los mercados de crédito empíricamente más relevantes en la economía chilena, contribuye a una mejor interpretación económica del comportamiento de las variables financieras internas y de su interacción con el sector real de la economía.

El trabajo está dividido en cuatro capítulos. En el primero se detallan las fuentes de información y metodología empleadas. En el segundo capítulo se presentan los cuadros estadísticos con los resultados correspondientes a la estructura agregada del pasivo para las empresas (privadas y públicas) chilenas sobre las cuales se dispone de los antecedentes contables pertinentes^{1/}. El capítulo III se refiere, en detalle, al tamaño de la muestra y a las características de la cobertura de

1/ Al respecto, se agruparon las diferentes cuentas de pasivo en siete ítems: 1) Capital; 2) Reservas por Revalorización del Capital Propio; 3) Reservas (excluido ítem 2); 4) Crédito Bancario; 5) Bonos, Debentures y Efectos de Comercio; 6) Crédito Inter-empresas y 7) Otros (partida residual).

Nota: Agradezco la colaboración de los señores Carlos Maqueira y Ricardo Massmann, de la Unidad de Asesoría Externa del Departamento de Administración de la Universidad de Chile, y de José Antonio Martínez, Jefe del Departamento de Estudios de la Bolsa de Valores de Santiago. La información proporcionada por ellos constituyó un insumo esencial para este trabajo. Por cierto, el contenido del presente trabajo es de exclusiva responsabilidad de su autor.

la información estadística empleada. Finalmente, el capítulo IV presenta algunas consideraciones económicas acerca de la evidencia empírica presentada. Por una parte, se reinterpreta dicha evidencia empírica, reestimándose cuantitativamente la estructura de endeudamiento de la empresa privada a la luz de las características estructurales del mercado financiero chileno y, en particular, del mercado bursátil y del significado macroeconómico del financiamiento accionario en un país como Chile^{2/}. Por otra parte, se presentan algunas consideraciones de carácter teórico-analíticas.

En relación con este último capítulo, pueden destacarse cuatro aspectos. Por una parte, *desde un punto de vista empírico*, el primer lugar en términos del *ranking* de las fuentes de financiamiento para las empresas privadas chilenas, lo comparten las *utilidades retenidas* y el *crédito bancario*. Le sigue, en importancia relativa, el crédito interempresas (el cual desaparece como tal a nivel consolidado para el Sector Empresas). Finalmente, y en el último lugar de este ranking, aparece la deuda de las empresas con los *consumidores*: las “acciones” y bonos, con una participación relativa insignificante. Por otra parte, *desde un punto de vista conceptual*, se destacan tres aspectos. En primer lugar, la evidencia empírica pertinente permite concluir que en Chile no existe efectivamente un mercado cuyo objeto de transacción es la propiedad de las empresas. El tipo de “empresa representativa” existente en Chile –en contraposición a la “Corporación Americana”– corresponde a lo que se denomina “empresa familiar”. Bajo dicho esquema, las decisiones económicas (de cualquier naturaleza) de los “propietarios” y de los “no propietarios” de empresas no son, en principio, aglutinables desde el punto de vista teórico. El “paradigma del individuo representativo” deja de ser válido: no es autosuficiente para explicar el comportamiento agregado de cualquier tipo de decisión económica. En segundo lugar, la evidencia empírica (más del 80% del crédito bancario es demandado por el Sector Empresas en Chile) implica que la modelación explícita de “oportunidades intertemporales” para las firmas (empresas familiares) se torna en un aspecto conceptual central y, al mismo tiempo, pierden bastante importancia relativa las decisiones intertemporales vinculadas al consumo. Finalmente, la modelación explícita del comportamiento de los bancos comerciales surge también como otro ingrediente analítico esencial para un modelo macroeconómico relevante para interpretar economías con características estructurales como las de la economía chilena.

2/ En particular, se descompone el pasivo de las empresas privadas de acuerdo a su contrapartida económica en términos de activos financieros privados mantenidos por: a) los propietarios directos de las empresas (productores); b) los no propietarios de empresas (consumidores) y c) los intermediarios financieros.

I. METODOLOGIA

La información estadística empleada en este trabajo se basa en los balances al 31 de diciembre que las empresas presentan (ban) periódicamente a la Superintendencia de Valores y Seguros (Superintendencia de Sociedades Anónimas). Dado que no todas las empresas de la economía están obligadas a presentar balance, la información estadística empleada necesariamente corresponderá a una muestra (subconjunto) del agregado del Sector Empresas Chileno.

Con el fin de obtener información agregada en términos de los agentes económicos involucrados en el proceso de captación de deuda por parte del Sector Empresas, se sectorializó la economía en tres grandes categorías:

- a) Empresas No Financieras (Productores)
- b) Familias (Consumidores)
- c) Bancos Comerciales (Intermediarios Financieros)

Teniendo dicha sectorización como marco conceptual general implícito, y considerando las categorías contables que de hecho se definen en los balances de las empresas chilenas, se procedió a agrupar las diferentes cuentas de pasivo de las empresas, en los siguientes ítem:

1. Capital
2. Reservas Por Revalorización del Capital Propio
3. Reservas (excluido ítem 2)
4. Crédito Bancario
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio
6. Crédito Interempresas
7. Otros

Los primeros tres ítem corresponden a una descomposición del Patrimonio de las empresas^{3/}. El ítem N° 4, por su parte, aísla la deuda de las empresas productivas con los intermediarios

^{3/} La pertinencia de tal descomposición se apreciará más adelante, cuando se haga una clasificación algo diferente, que permita una mayor correspondencia entre categorías contables y conceptos económicos que se enfatizarán posteriormente.

financieros. El quinto ítem agrupa la deuda de empresas mantenida con las familias (consumidores) por concepto de instrumentos (diferentes a las acciones) emitidos por las propias empresas. El ítem N° 6 contiene el crédito que las empresas productivas se otorgan entre sí (el cual en alguna medida es un reflejo de las relaciones de insumo-producto entre las empresas). Este último ítem no es claramente identificable a partir de las cuentas del pasivo que aparecen en los balances de las empresas. En particular, para efectos de hacer la correspondencia entre dichas cuentas y este sexto ítem del pasivo, se procedió a analizar las definiciones de cada una de las cuentas de pasivo que componen la llamada “Ficha Estadística Codificada Uniforme” (FECU), que corresponde a un formato homogéneo (i.e., igual para todas las empresas) al cual debe ceñirse la presentación de estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros. Las definiciones de las cuentas^{4/} permitieron identificar sólo una parte (presumiblemente la mayor) del crédito entre empresas. Ello se debe a que las descripciones de las cuentas son, en algunos casos, demasiado generales, o bien a que aún contando con la certeza de que una determinada cuenta sí incluye crédito entre empresas, también incluye otro tipo de pasivos. En consecuencia, las cifras que se presentarán para el ítem 6 del pasivo, por lo general, subestimarán el crédito interempresas efectivo, i.e., serán menores o iguales a las cifras que se obtendrían si se contara explícitamente con la apertura correspondiente. Finalmente, el ítem N° 7 (“Otros”) es un ítem de carácter residual, que surge de restarle al Pasivo Total de cada empresa la suma de los primeros seis ítems anteriormente especificados y, por ende, incluye todas aquellas cuentas del pasivo que no están consideradas dentro de los restantes ítems definidos.

Para mayor claridad y precisión respecto de la asignación de cuentas de pasivo consistente con la agregación que de éste hemos efectuado, el siguiente cuadro presenta el detalle de las equivalencias entre cada cuenta del pasivo (según formato FECU) y cada uno de los siete ítems que fueron anteriormente explicitados:

4/ Las descripciones de las diversas cuentas de pasivo que se analizaron aparecen en la Circular N° 239 de la Superintendencia de Valores y Seguros (29 de septiembre de 1982).

CUADRO I
ASIGNACION DE LAS CUENTAS DEL PASIVO

CODIGO	NOMBRE CUENTA	ITEM DEFINIDOS
21010	Obligaciones con bancos e instituciones financieras, corto plazo	4
21015	Obligaciones con bancos e instituciones financieras, largo plazo	4
21020	Obligaciones con el público (efectos de comercio)	5
21025	Obligaciones con el público (bonos)	5
21030	Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro de un año	6
21040	Dividendos por pagar	7
21050	Cuentas por pagar	6
21060	Documentos por pagar	6
21070	Acreedores varios	6
21075	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	6
21080	Provisiones	7
21085	Retenciones	7
21090	Impuesto a la renta	7
21100	Ingresos percibidos por adelantado	7
21105	Impuestos diferidos	7
21110	Otros pasivos circulantes	7
22010	Obligaciones con bancos e instituciones financieras	4
22020	Obligaciones con el público (bonos)	5
22030	Documentos por pagar	7
22040	Acreedores varios	7
22045	Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	6
22050	Provisiones	7
22070	Otros pasivos a largo plazo	7
23010	Capital pagado	1
23020	Reserva revalorización capital	2
23030	Sobreprecio en venta de acciones propias	3
23046	Reserva por mayor valor en retasación técnica del activo fijo	3
23047	Otras reservas	3
23057	Déficit acumulado período desarrollo (menos)	3
23050	Utilidades retenidas (suma códigos 23052 al 23056)	3
23052	Reserva futuros dividendos	(3)
23053	Utilidades acumuladas	(3)
23054	Pérdidas acumuladas (menos)	(3)
23055	Utilidad (pérdida) del ejercicio	(3)
23056	Dividendos provisionales (menos)	(3)
23000	Total Patrimonio	1 + 2 + 3
20000	Total Pasivos	1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7

Fuente: Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU). Superintendencia de Valores y Seguros.

ITEM DEFINIDOS

1. Capital
 2. Reservas Revalorización del Capital Propio
 3. Reservas (excluido ítem 2)
 4. Crédito Bancario
 5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio
 6. Crédito Interempresas
 7. Otros
- Total Pasivo

El Cuadro I especifica el código y el nombre de cada cuenta de pasivo (según formato FECU), asociando a cada una su equivalencia en términos de la clasificación del pasivo que hemos definido.

A continuación se presenta la evidencia empírica para el agregado de empresas del cual se dispone de información. Primero se presenta información para el total del sector empresas. Posteriormente, dicho total se descompondrá entre empresas públicas y privadas, pues —como es de esperar— la estructura de financiamiento presenta diferencias significativas en uno y otro caso.

II. ESTRUCTURA AGREGADA DEL PASIVO: CUADROS ESTADÍSTICOS

CUADRO II

COMPOSICIÓN DEL PASIVO: TOTAL EMPRESAS NO FINANCIERAS

(En miles de pesos de cada año)

ESPECIFICACIÓN	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Capital	28.758.698	53.556.710	78.290.008	139.540.764	217.129.994	322.674.942	449.873.912	497.468.315	553.969.849
2. Reservas Revalorización Capital Propio	125.394.922	177.818.608	240.765.298	289.187.040	136.485.060	38.189.944	17.231.016	25.866.637	57.519.693
3. Reservas (excl. 2)	10.161.242	26.871.334	118.792.208	189.272.032	108.612.596	106.239.356	160.647.759	105.337.989	57.491.019
4. Crédito Bancario	31.037.329	59.379.689	109.656.931	163.955.213	140.394.494	350.939.145	388.396.506	484.400.572	678.048.601
5. Bonos, Debitores y Efectos de Comercio	4.861.089	4.266.175	6.384.355	9.090.699	15.974.864	24.223.265	18.909.493	21.354.702	12.080.028
6. Crédito Interempresas	34.877.954	59.044.689	95.679.870	131.068.937	72.365.058	62.213.971	131.905.975	96.983.722	119.361.766
7. Otros	51.353.190	73.677.286	101.302.939	132.518.736	82.571.693	55.528.136	71.014.891	92.683.812	127.075.485
TOTAL PASIVO	286.444.424	454.614.491	750.871.609	1.054.633.421	773.533.759	960.008.759	1.237.979.552	1.324.095.749	1.605.546.441

Fuente: Calculado a base de información que aparece en:
 Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU).
 Superintendencia de Valores y Seguros.
 Banco de Datos - Estados Financieros de Empresas.
 Departamento de Administración - U. de Chile.

CUADRO II.A

COMPOSICION DEL PASIVO: EMPRESAS Y SERVICIOS PUBLICOS
 (En miles de pesos de cada año)

ESPECIFICACION	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Capital	11.038.048	13.789.790	17.463.259	31.415.216	114.807.774	174.408.448	235.199.595	269.848.765	306.837.757
2. Reservas Revalorización Capital Propio	51.154.625	94.527.364	120.887.511	136.702.717	58.408.041	8.250.579	152.683	89.019	23.809.165
3. Reservas (excl. 2)	-2.204.772	-2.449.422	9.918.748	9.988.842	7.341.632	22.495.145	41.687.973	61.497.552	21.418.479
4. Crédito Bancario	4.019.582	5.678.036	8.013.055	11.681.499	14.362.421	109.609.838	139.879.261	214.705.846	337.658.248
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio	839.143	80.652	41.212	76.578	—	6.009	—	2.467.761	3.228.569
6. Crédito Interempresas	3.672.309	3.861.183	5.984.747	7.614.861	9.216.781	17.216.060	22.591.479	16.373.274	27.840.533
7. Otros	16.634.393	22.947.800	32.125.285	44.126.192	44.029.334	20.949.442	23.529.033	36.033.338	47.730.310
TOTAL PASIVO	85.153.328	138.435.403	194.433.817	241.605.905	248.165.953	352.935.521	463.040.024	601.015.555	768.523.061

Fuente: Calculado a base de información que aparece en:
 Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU),
 Superintendencia de Valores y Seguros,
 Banco de Datos - Estados Financieros de Empresas,
 Departamento de Administración - U. de Chile.

CUADRO II.B

COMPOSICIÓN DEL PASIVO: EMPRESAS PRIVADAS
(En miles de pesos de cada año)

ESPECIFICACION	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Capital	17.720.650	39.766.920	60.826.749	108.125.548	102.322.220	148.266.494	214.674.317	227.619.550	247.132.092
2. Reservas Revalorización Capital Propio	74.240.297	83.291.244	119.877.787	152.484.323	78.077.019	29.939.365	17.078.333	25.777.618	33.710.528
3. Reservas (excl. 2)	12.366.014	29.320.756	108.873.460	179.283.190	101.270.964	83.744.211	118.959.786	43.840.437	36.072.540
4. Crédito Bancario	27.017.747	53.701.653	101.643.876	152.273.714	126.032.073	241.329.307	248.517.245	269.694.726	340.390.353
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio	4.021.946	4.185.523	6.343.143	9.014.121	15.974.864	24.217.256	18.909.493	18.886.941	8.851.459
6. Crédito Interempresas	31.205.645	55.183.506	89.695.123	123.454.076	63.148.277	44.997.911	109.314.496	80.610.448	91.521.233
7. Otros	34.718.797	50.729.486	69.177.654	88.392.544	38.512.359	34.578.694	47.485.858	56.650.474	79.345.175
TOTAL PASIVO	201.291.096	316.179.088	556.437.792	813.027.516	525.367.806	607.073.238	774.939.528	723.080.194	837.023.380

Fuente: Cuadros II y II.A.
(Obtenido por diferencia).

COMPOSICION DEL PASIVO: TOTAL EMPRESAS NO FINANCIERAS
 (En porcentajes sobre el pasivo total)

ESPECIFICACION	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Capital	10,0	11,8	10,4	13,2	28,1	33,6	36,3	37,6	34,5
2. Reservas Revalorización Capital Propio	43,8	39,1	32,1	27,4	17,6	4,0	1,4	2,0	3,6
3. Reservas (excl. 2)	3,5	5,9	15,8	17,9	14,0	11,1	13,0	8,0	3,6
4. Crédito Bancario	10,8	13,1	14,6	15,5	18,1	36,6	31,4	36,6	42,2
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio	1,7	0,9	0,9	0,9	2,1	2,5	1,5	1,6	0,8
6. Crédito Interempresas	12,2	13,0	12,7	12,4	9,4	6,5	10,7	7,3	7,4
7. Otros	17,9	16,2	13,5	12,6	10,7	5,8	5,7	7,0	7,9

Fuente: Cuadro II.

CUADRO III.A

COMPOSICIÓN DEL PASIVO: EMPRESAS Y SERVICIOS PÚBLICOS
(En porcentajes sobre el pasivo total)

ESPECIFICACIÓN	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Capital	13,0	10,0	9,0	13,0	46,3	49,4	50,8	44,9	39,9
2. Reservas Revalorización Capital Propio	60,1	68,3	62,2	56,6	23,5	2,3	—	—	3,1
3. Reservas (excl. 2)	-2,6	-1,8	5,1	4,1	3,0	6,4	9,0	10,2	2,8
4. Crédito Bancario	4,7	4,1	4,1	4,8	5,8	31,1	30,2	35,7	43,9
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio	1,0	0,1	—	—	—	—	—	0,4	0,4
6. Crédito Interempresas	4,3	2,8	3,1	3,2	3,7	4,9	4,9	2,7	3,6
7. Otros	19,5	16,6	16,5	18,3	17,7	5,9	5,1	6,0	6,2

Fuente: Cuadro II.A.

CUADRO III.B

COMPOSICIÓN DEL PASIVO: EMPRESAS PRIVADAS
 (En porcentajes sobre el pasivo total)

ESPECIFICACION	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1. Capital	8,8	12,6	10,9	13,3	19,5	24,4	27,7	31,5	29,5
2. Reservas Revalorización Capital Propio	36,9	26,3	21,5	18,8	14,9	4,9	2,2	3,6	4,0
3. Reservas (excl. 2)	6,1	9,3	19,6	22,1	19,3	13,8	15,4	6,1	4,3
4. Crédito Bancario	13,4	17,0	18,3	18,7	24,0	39,8	32,1	37,3	40,7
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio	2,0	1,3	1,1	1,1	3,0	4,0	2,4	2,6	1,1
6. Crédito Interempresas	15,5	17,5	16,1	15,2	12,0	7,4	14,1	11,1	10,9
7. Otros	17,2	16,0	12,4	10,9	7,3	5,7	6,1	7,8	9,5

Para los efectos de interpretar los patrones que se observan en términos de la estructura de pasivos de las empresas, conviene tener presentes cuatro aspectos generales. En primer lugar, existen claramente dos subperiodos distintos, en el lapso 1977-1985. El primero comprende desde 1977 hasta 1981, y el otro desde 1982 hasta 1985. El contexto global de política económica es bastante diferente en uno y otro subperiodo. En particular, en el primer subperiodo, se presenta prácticamente un solo esquema global de política económica. No ocurre lo mismo en el segundo subperiodo anotado^{5/}. En segundo lugar, el primer subperiodo corresponde a uno de sistemático crecimiento económico global, con una determinada composición del crecimiento por sectores de actividad económica. En contraposición, tanto el patrón global como sectorial de crecimiento económico es diferente en el subperiodo 1982-1985. En tercer lugar, y al margen de las dos consideraciones anteriores, existen claramente dos subperiodos debido a un cambio muestral en la información estadística. En efecto, el número de empresas que están consideradas dentro del subperiodo 1977-1980 es sustancialmente mayor al tamaño de la muestra para 1981-1985. Este aspecto —que se abordará más adelante en forma explícita— es particularmente relevante para las empresas privadas. Por último —y como un cuarto elemento importante de destacar— las discrepancias que se observan entre los Cuadros III.A y III.B justifican claramente el hecho de que no es del todo ilustrativo considerar conjuntamente las empresas públicas y las privadas. En efecto, y por consideraciones de tipo institucional —relativamente independientes de los tres aspectos anteriormente anotados—, se observa una notoria asimetría en la estructura del pasivo de las empresas públicas versus las privadas, durante prácticamente la totalidad del período 1977-1985 (ver Cuadros III.A y III.B). Así, la participación relativa del “capital” tiende a ser mayor en las empresas públicas. Lo mismo ocurre con el ítem “Reservas por revalorización del capital propio” (aunque esta última relación se revierte para 1982-1985). En contraposición, los otros cuatro ítem del pasivo que han sido identificados (ítem 3, 4, 5 y 6 de los cuadros^{6/}) tienden a ser sustancialmente mayores (como porcentajes del pasivo total) en las empresas privadas que en las públicas.

Finalmente, cabe señalar que las consideraciones generales anteriormente presentadas han excluido un aspecto muy importante para la interpretación económica de la evidencia empírica revelada, a saber, el problema de la interpretación económica de los conceptos contables de “Capital” y de “Reservas”. Dicho aspecto será abordado en la parte final de este trabajo.

A continuación nos referiremos explícitamente a las empresas públicas que han sido consideradas y a la cobertura global de la información presentada anteriormente en los Cuadros II, II.A y II.B.

5/ A manera de ejemplo, las diferencias en la política cambiaria entre uno y otro período, presumiblemente explican en buena medida el “salto” que se observa en la participación relativa del crédito bancario para el 2º subperiodo anotado. Al respecto, véase Cuadro III.B.

6/ El ítem 5 —Bonos, Debentures y Efectos de Comercio— es poco significativo, tanto para las empresas públicas como para las privadas.

III. TAMAÑO DE LA MUESTRA Y COBERTURA DE LA INFORMACION

En esta sección explicitamos algunas características generales que posee la muestra de empresas que se ha empleado, abordando explícitamente el problema anteriormente señalado referente al cambio en el tamaño de la muestra ocurrido a partir de 1981. Posteriormente, se identificarán las empresas públicas que fueron consideradas en cada año del período definido.

A. CARACTERISTICAS GENERALES DE LA MUESTRA

El siguiente cuadro indica el número de empresas no financieras, tanto privadas como públicas, que está en la información contable agregada que presentamos en la sección anterior.

CUADRO IV
NUMERO DE EMPRESAS CONSIDERADAS

AÑO	PRIVADAS	PUBLICAS	TOTAL
1977	1.837	24	1.861
1978	1.933	24	1.957
1979	2.081	24	2.105
1980	1.832	22	1.854
1981	467	18	485
1982	241	23	264
1983	229	34	263
1984	220	23	243
1985	207	28	235

Las empresas que han sido consideradas en este trabajo son, obviamente, aquellas que presentan (presentaban) estados financieros (balances) a la Superintendencia de Valores y Seguros (Sociedades Anónimas). Por cierto, dichas empresas constituyen sólo un subconjunto del total de empresas (actividades productivas no financieras) de la economía. No hay forma de saber cuán representativa es dicha muestra en términos de la *estructura* de pasivos del total (“población”) de empresas no financieras de la economía. Ello se debe a que no existen estadísticas agregadas —diferentes a los balances de dichas empresas— mediante las cuales se pueda contar con una idea acerca de la representatividad de las cifras involucradas en los diversos ítem del pasivo considerados, respecto del total de actividades productivas de la economía^{7/}.

El Cuadro IV indica, claramente, un cambio en el tamaño de la muestra. En efecto, para el subperiodo 1977-1980, el promedio anual de empresas privadas consideradas en la muestra alcanzaba a 1.920 empresas. Para 1981-1985 dicho promedio se redujo a alrededor de 270 empresas. El quiebre en la muestra ocurrió en 1980-81: el tamaño de la muestra para las empresas privadas pasó de 1.832 (en 1980) a 467 empresas (en 1981). Este cambio obedeció fundamentalmente a que, con posterioridad a 1980, sólo un *subconjunto* de las sociedades anónimas que presentaban información contable hasta 1980 —las denominadas “sociedades anónimas abiertas”— estaban obligadas por ley a continuar presentando estados financieros a la Superintendencia respectiva. Puesto que no existen incentivos suficientes como para que las empresas por sí solas publicuen regularmente sus balances, dicho cambio legislativo se tradujo en una sustancial disminución en el número de empresas privadas que publican la información contable anteriormente anotada.

A fin de contar con una idea acerca del posible sesgo que dicho cambio muestral involucra en la estructura del pasivo de las empresas a partir de 1981 en adelante, se procedió a calcular, para 1980, las cifras correspondientes al pasivo de aquellas empresas consideradas en la muestra de 1980 y, simultáneamente, excluidas en 1981. El siguiente cuadro muestra las cifras correspondientes^{8/}, separando las empresas privadas de las públicas:

CUADRO V

PASIVO DE EMPRESAS CONSIDERADAS EN 1980 Y EXCLUIDAS EN 1981.

DATOS AÑO 1980

(en miles de pesos corrientes)

ESPECIFICACION	TOTAL	PUBLICAS	PRIVADAS
1. Capital	36.144.445	1.822.299	34.322.146
2. Reservas Revalorización Capital Propio	69.649.208	5.032.330	64.616.878
3. Reservas (excl. 2)	63.052.340	−890.380	63.942.720
4. Crédito Bancario	66.102.612	2.345.769	63.756.843
5. Bonos, Debenturas y Efectos de Comercio	1.418.180	76.578	1.341.602
6. Resto	115.565.363	1.256.930	114.308.433
Total Pasivo	351.932.148	9.643.526	342.288.622

7/ La excepción corresponde al ítem N° 4, Crédito Bancario. Las estadísticas de las instituciones financieras permiten contar con una cobertura prácticamente “poblacional” para este ítem del pasivo de las actividades productivas de la economía. Más adelante nos referiremos explícitamente a esta variable.

8/ Para estos efectos no se identificó el ítem “crédito interempresas”. De modo que el ítem residual del pasivo en este caso involucra también al crédito entre empresas.

El pasivo total de las empresas privadas del Cuadro V representó el 42,1% del pasivo total de las empresas privadas correspondiente a la muestra completa de 1980 (Cuadro II.B)^{9/}. Ello permite dimensionar el tamaño del conjunto de empresas privadas que se dejaron de considerar a partir de 1981. Dada la disminución en el número de empresas privadas consideradas que se observó en 1981 (ver Cuadro IV), equivalente a un 75% de las existentes en la muestra de 1980, es posible inferir que el tamaño promedio (en términos de nivel total de activos) de las empresas que se excluyen a partir de 1981 es —afortunadamente— bastante inferior al de aquellas que permanecieron en la muestra.

Sin embargo, la información que se incluye en el Cuadro V sólo permite contar con una aproximación de las empresas incluidas en la muestra de 1980 que pasaron a ser “sociedades anónimas cerradas” en 1981. En efecto, el problema se puede plantear de la siguiente forma:

$$(1) \quad E81 = E80 + NE81 - E80SI81$$

donde :

E81 = Empresas consideradas en la muestra de 1981

E80 = Empresas consideradas en la muestra de 1980

NE81 = Nuevas empresas de 1981

E80SI81 = Empresas existentes en 1980 pero sin información contable en 1981

A su vez,

$$(2) \quad E80SI81 = E80Q81 + E80SAC81$$

donde

E80Q81 = Empresas existentes en 1980 que quebraron en 1981

E80SAC81 = Empresas existentes en 1980 que pasaron a ser “sociedades anónimas cerradas” en 1981.

El listado computacional, cuya información está resumida en el Cuadro V, permitió conocer el número de “E80SI81”, pero no fue posible separar entre aquellas que quebraron el año 1981 (y por eso aparecen sin información de balance en dicho año) y aquellas que no presentaron balance por haber cambiado su categoría jurídica, dejando de ser “sociedades anónimas abiertas” y pasando a constituirse en “sociedades anónimas cerradas”. Sin embargo, toda vez que el número de empresas privadas que quebraron en 1981 (y que estaban consideradas en la muestra del año anterior) no sea muy significativo, la información del Cuadro V podrá interpretarse como una buena aproximación para los efectos de cuantificar la implicancia estadística del fenómeno de cambio muestral ocurrido a partir del año 1981. Para mayor precisión al respecto, puede ser útil presentar los números asociados a cada una de las dos definiciones anteriores, a la luz de los antecedentes de que se dispuso:

	TOTAL EMPRESAS	PUBLICAS	PRIVADAS
E81	485	18	467
E80	1.854	22	1.832
E80SI81	1.380	5	1.375
NE81 (obtenido a base de los anteriores)	11	1	10

Claramente, el problema de cambio muestral es relevante sólo para las empresas privadas, y la magnitud de la cifra involucrada (1.375 empresas) tiende a indicar que si se compara la información del Cuadro V con la que aparece en el Cuadro II.B para ese mismo año (1980), la diferencia

9/ Para el total de empresas, dicho porcentaje es de 33,40%. Para las empresas públicas es poco significativo (sólo un 4%).

debiera estar fundamentalmente explicada por las empresas privadas incluidas en la muestra de 1980 que pasaron a ser sociedades anónimas cerradas a partir de 1981. El siguiente cuadro presenta esta comparación para la *estructura* del pasivo de las empresas privadas:

CUADRO VI

**EFFECTO DEL CAMBIO MUESTRAL 1980-81 EN LA ESTRUCTURA GLOBAL
DEL PASIVO DE LAS EMPRESAS PRIVADAS.**
DATOS AÑO 1980
(en porcentajes sobre pasivo total)

	E80	E80SI81
1. Capital	13,3	10,0
2. Reservas Revalorización Capital Propio	18,8	18,9
3. Reservas (excl. 2)	22,1	18,7
4. Crédito Bancario	18,7	18,6
5. Bonos, Debentures y Efectos de Comercio	1,1	0,4
6. Resto	26,1	33,4

Fuentes: Cuadro III.B y Cuadro V.

Los antecedentes proporcionados por el Cuadro VI tienden a indicar que, *en términos de la estructura del pasivo que se ha definido en este trabajo*, no parece haber diferencias significativas entre el agregado de empresas privadas compuesto por todas las sociedades anónimas que presentaban información contable hasta 1980 y aquellas que dejaron de hacerlo a partir de 1981 (las sociedades anónimas "cerradas"). En otras palabras, sean "abiertas" o "cerradas", las sociedades anónimas presentan claramente una estructura de pasivos cuyo ranking es esencialmente igual, en términos de la importancia relativa de cada uno de los ítem del pasivo definidos. Más aún, en términos absolutos, es destacable la similitud entre los porcentajes correspondientes al crédito bancario y a las reservas por revalorización del capital propio, en ambos casos. En consecuencia, es posible concluir que el cambio muestral ocurrido a partir de 1981 no influye en forma significativa en la comparabilidad de la serie 1977-1981 con la de 1982-1985, en lo que dice relación con las características globales de la estructura de pasivos de las empresas privadas, consistente con los ítem agregados que se han definido en este trabajo.

B. MUESTRA DE EMPRESAS PÚBLICAS

La información contable para las empresas privadas se obtuvo como diferencia entre la correspondiente a la muestra total de empresas y la de empresas y servicios públicos. Tal como aparece en el Cuadro IV, el número de empresas públicas es bastante reducido comparado con el número de empresas privadas que considera la muestra. A su vez, a partir de la información de los Cuadros II y II.A, se puede apreciar que el pasivo total de las empresas y servicios públicos incluidos en la muestra representa porcentajes sobre el total de empresas consideradas del orden del 30% en los primeros dos años, baja a un 26% en 1979 y a 23% en 1980. De ahí en adelante dicho porcentaje aumenta progresivamente y en forma significativa (en lo cual debe haber incidido la reducción en el tamaño de la muestra de empresas privadas, anteriormente explicitado), llegando en 1985 a representar alrededor de un 48% del pasivo (activo) total del conjunto de empresas consideradas.

El siguiente cuadro ilustra, en detalle, la cobertura empleada en este trabajo para la muestra de empresas públicas:

CUADRO VII
EMPRESAS Y SERVICIOS PUBLICOS CONSIDERADOS

RUT	NOMBRE	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
94235000	Abastecimientos CAP S.A.	0	0	0	0	0	1	1	1	1
94272000	Cía Chilena de Generación de Electricidad S.A.	0	0	0	0	0	1	1	1	1
90596000	Cía Chilena de Navegación Interoceánica	1	1	1	1	1	1	1	1	1
94270000	Cía. Chilena Distribuidora de Electricidad V Región	0	0	0	0	0	1	1	1	1
94271000	Cía. Chilena Metropolitana de Electricidad	0	0	0	0	0	1	1	1	1
90093000	Cía. de Consumidores de Gas de Talca S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	0
90310000	Cía. de Consumidores de Gas de Santiago	1	1	1	1	1	1	1	1	1
90392000	Cía. de Gas de Concepción S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
90283000	Cía. de Gas de Valparaíso S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
90635000	Cía. de Teléfonos de Chile S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
91765000	Cía. Distribuidora de Gas de Magallanes S.A.	1	1	1	1	1	1	1	0	0
91344000	Cía. Eléctrica del Litoral S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	0
90042000	Cía. General de Electricidad Industrial	1	1	1	1	1	1	1	1	1
91143000	Cía. Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.	1	1	1	1	0	0	1	0	0
90299000	Cía. Nacional de Teléfonos S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
92047000	Cía. de Teléfonos de Coyhaique S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
90038000	Cía. Telégrafo Comercial S.A.	1	1	1	0	1	1	1	1	1
87601500	Empresa Eléctrica de Atacama S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
86897200	Empresa Eléctrica Coquimbo S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
87592500	Empresa Eléctrica Colchagua S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	0
94640000	Empresa Eléctrica Colbún Machicura S.A.	0	0	0	0	0	1	1	0	0
87580900	Empresa Eléctrica del Maule S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
88006900	Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
88221200	Empresa Eléctrica de Magallanes S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
88272600	Empresa Eléctrica de Aysén S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	0
86983200	Empresa Eléctrica La Ligua S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
86977200	Empresa Eléctrica Melipilla S.A.	0	0	0	0	0	0	1	0	1
94482000	Empresa Hidroeléctrica Pilmaiquén S.A.	0	0	0	0	0	1	1	1	1
94483000	Empresa Hidroeléctrica Pullinque S.A.	0	0	0	0	0	1	1	1	1
91081000	Empresa Nacional de Electricidad (ENDESA) S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
92580000	Empresa Nacional de Telec. (ENTEL- CHILE) S.A.	1	1	1	1	0	1	1	1	1
90154000	Empresa Nacional del Carbón S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
91550000	Industria Azucarera Nacional S.A.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
94675000	TELEX-CHILE Comunicaciones y Telégrafo S.A.	0	0	0	0	0	1	1	1	1
93007000	Soc. Química y Minera de Chile S.A.	1	1	1	1	0	0	0	1	1
91904000	Cía. Auxiliar de Electricidad del Maipo S.A.	1	1	1	1	0	0	0	0	0
90846000	Cía. Chilena de Comunicaciones S.A.	1	1	1	1	1	0	0	0	0
90178000	Cía. Chilena de Electricidad (CHILECTRA) S.A.	1	1	1	1	1	0	0	0	0
92508000	Cía. Distribuidora de Gas CODIGAS S.A.C.	1	1	1	1	0	0	0	0	0
91715000	Empresa Eléctrica de la Frontera S.A.	1	1	1	1	0	0	0	0	0
92322000	Gas Licuado LIPIGAS S.A.	1	1	1	0	0	0	0	0	0

Significado de códigos:

1 : incluida en el año respectivo
 0 : no incluida en el año respectivo

Fuente: A base de listados computacionales entregados por el Departamento de Administración de la Universidad de Chile.

El Cuadro VII presenta la información pertinente para la muestra de Empresas Públicas que fueron consideradas. Estas aparecen identificadas por su nombre y número de RUT. En total, el número de empresas incluidas en dicho cuadro alcanza a 41. No todas están consideradas durante todo el período muestral (1977-1985), tal como puede observarse en el cuadro mencionado. Al respecto, los casos pueden descomponerse en los siguientes:

a) Caso CHILELECTRA (RUT N° 90178000).

La información contable pertinente para esta empresa aparece para el período 1977-1981. A partir de 1982, desaparece la información registrada para esta empresa. Ello se debe a que, a partir de dicho año, esta empresa se divide en tres, a saber:

Cía. Chilena de Generación de Electricidad (RUT N° 94272000)

Cía. Chilena Distribuidora de Electricidad V Región (RUT N° 94270000)

Cía. Chilena Metropolitana de Electricidad (RUT N° 94271000)

b) Otros casos.

Acá se agrupa todo el resto de los casos para los cuales el Cuadro VII indica alguna discontinuidad en la información contable anual pertinente. Ello comprende las empresas eléctricas (filiales ENDESA), Telégrafo Comercial, ENTEL y SOQUIMIC. Las discontinuidades que se observan en dicho cuadro para todas estas empresas se explican, ya sea porque en los años pertinentes no presentaron balances a la Superintendencia respectiva porque no existían, por constituir sociedades anónimas cerradas, o bien porque, aun siendo abiertas, no se encuentra disponible dicha información contable en la Superintendencia respectiva.

C. SUBESTIMACION DEL FINANCIAMIENTO AGREGADO VIA CREDITO BANCARIO

El tamaño de la muestra que se ha utilizado en el presente trabajo corresponde al de aquel subconjunto de empresas no financieras de la economía que están obligadas (por ley) a presentar estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros (Superintendencia de Sociedades Anónimas). No hay forma de obtener la información contable agregada que hemos presentado, para una muestra de mayor tamaño a la que se ha utilizado.

Lo anterior es válido para todos los ítem en que hemos descompuesto el pasivo de las empresas, excepto para el pasivo con instituciones financieras^{10/}. En efecto, para esta variable (crédito bancario) es posible utilizar la información que al respecto proporcionan las instituciones financieras a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, y que ésta, a su vez, publica periódicamente en su boletín estadístico "Información Financiera", bajo el título de "Destino de las colocaciones por actividad económica del Sistema Financiero". Dicha fuente proporciona información agregada de crédito bancario a empresas para (presumiblemente) la totalidad de las actividades productivas de la economía. De modo que la comparación de las cifras anteriormente presentadas para el ítem N° 4 del pasivo de empresas (Crédito Bancario) con las que al respecto proporcionan las estadísticas de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, puede considerarse como un estimador de la discrepancia entre la *muestra* de empresas que se ha incluido y la *población* (total de actividades productivas de la economía) para el ítem "crédito bancario".

A continuación se presenta un cuadro con dicha comparación. Dado que la estadística de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en referencia sólo se encuentra disponible (en forma homogénea) a partir del año 1979, y que para años posteriores a 1983 no existe esta información para los meses de diciembre, se presentará sólo el período 1979-1983.

10/ La información sobre el "Capital" de las empresas, que se puede eventualmente obtener a través de las publicaciones estadísticas de la Bolsa de Comercio de Santiago, tiene una cobertura de empresas que es menor (no todas las sociedades anónimas que informan balances a la Superintendencia respectiva transan todas sus acciones en la Bolsa de Comercio) o, a lo sumo, igual a la cobertura de empresas que se ha utilizado acá.

CUADRO VIII

DEUDA TOTAL DE EMPRESAS VIA CREDITO BANCARIO:
COBERTURA MUESTRAL VERSUS POBLACIONAL
(en miles de pesos de cada año)

AÑO	Muestra Superintendencia de Valores y Seguros – Soc. Anónimas (1)	Cobertura Poblacional Superintendencia Bancos Instituciones Financieras (2)	(1):(2) (en %)
1979	109.656.931	202.370.563	54,2
1980	163.955.21	379.702.340	43,2
1981	140.394.494	490.779.639	28,6
1982	350.939.145	714.482.294	49,1
1983	388.396.506	781.115.510	49,7

Fuentes: Cuadro II (de este trabajo) y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, "Información Financiera" (Dic. '82 - Dic. '83, Vol. I).

Para obtener las colocaciones de bancos e instituciones financieras al total de empresas no financieras (columna (2) del Cuadro VIII) –a partir de la estadística respectiva de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras– se restaron al total general de dicha estadística los siguientes ítem incluidos en éste:

- a) Créditos de Consumo;
- b) Actividades no bien especificadas;
- c) Préstamos en letras de crédito para la vivienda; y
- d) Establecimientos Financieros.

Los primeros tres representan créditos a personas (familias) y el último corresponde a colocaciones entre instituciones financieras^{11/}.

De la información proporcionada por el Cuadro VIII se desprende que existe una notable subestimación del crédito de instituciones financieras a empresas productivas, al utilizar la muestra de empresas en que está basada la información contable anteriormente presentada. La última columna de dicho cuadro presenta el porcentaje del crédito bancario otorgado a las empresas de la muestra respecto del total del crédito bancario otorgado al sector empresas (actividades productivas de bienes y servicios no financieros). Nótese que el cambio en el tamaño de la muestra de empresas ocurrido a partir de 1981 no altera mayormente dicha relación porcentual. En efecto, tras las cifras de la columna (1) del Cuadro VIII existen 2.105 empresas para 1979 y 263 empresas para 1983. En otras palabras, en términos generales, es posible concluir que la muestra de empresas que se consideró anteriormente subestima el total de endeudamiento del Sector Empresas de la economía con los intermediarios financieros *en alrededor de un 50% de dicho total*. Considerando que el grueso del crédito bancario a empresas no financieras va al sector privado (sobre el 90%, para el período 1977-1981, de acuerdo a las cifras de los Cuadros II y II.B), la subestimación

11/ Para este último, la estadística empleada permite identificar directamente sólo las cifras de diciembre de 1983 y 1982. De modo que para los años anteriores, se tuvo que "ajustar" la cifra respectiva deduciéndole al total del sector "Establecimientos Financieros, Seguros, Bienes Inmuebles y Servicios", el porcentaje promedio representado en este sector por el subsector "Establecimientos Financieros", durante 1982-83, para las colocaciones respectivas en moneda nacional (69%) y moneda extranjera (64%).

anteriormente anotada afecta fundamentalmente a la información contable utilizada para las empresas privadas^{12/}.

La comparación que hemos presentado en el Cuadro VIII es importante de tener en cuenta para los efectos de hacer inferencias poblacionales acerca de la estructura de financiamiento agregada del Sector Empresas de la economía chilena, a partir de la evidencia muestral al respecto, anteriormente presentada. En efecto, es bastante probable que las empresas no consideradas en la muestra de la Superintendencia de Sociedades Anónimas (Valores y Seguros) –fundamentalmente por su tamaño relativamente más pequeño– se financien relativamente menos vía emisión de acciones y otros títulos emitidos por las empresas, que aquellas que sí han sido incluidas en dicha muestra. Toda vez que este sea el caso, el cuadro anteriormente presentado, relativo a la estructura de pasivos de las empresas privadas (Cuadro III.B), tenderá a sobreestimar en forma significativa el financiamiento vía acciones, bonos, debentures y efectos de comercio, en relación al financiamiento vía crédito bancario, para el agregado de empresas privadas productivas (no financieras) de la economía chilena.

12/ Dicho sesgo en términos de las empresas *privadas* se ve aún más reforzado por el hecho de que la diferencia entre la “población” y “muestra” de empresas anteriormente empleada, es presumiblemente mucho más significativa para las empresas privadas que para las públicas.

IV. CONSIDERACIONES ECONOMICAS ACERCA DE LA EVIDENCIA EMPIRICA PRESENTADA

A. ASPECTOS CONCEPTUALES GENERALES

La evidencia presentada acerca de la estructura de financiamiento de la empresa privada en Chile está basada en una agregación de información estadística de tipo contable, contenida en el pasivo de los balances de las empresas. La utilización de dicha información contable es imprescindible. Sin embargo, es necesario cualificar –desde un punto de vista conceptual– el significado económico de algunas categorías contables empleadas.

En términos generales, las empresas privadas^{13/} pueden financiarse captando recursos (directamente) de los siguientes agentes económicos:

- a. Empresas no Financieras (productores)
 - a.1 Crédito interempresas
 - a.2 Utilidades retenidas
- b. Familias (consumidores)
 - b.1 Acciones
 - b.2 Bonos y otros
- c. Intermediarios Financieros

Varios aspectos han de considerarse a la luz de este esquema general de financiamiento.

Específicamente, ¿cómo se compatibiliza este esquema con las categorías contables que se han utilizado anteriormente en este trabajo? Al respecto, conviene reescribir los seis siguientes ítem del pasivo que fueron identificados:

13/ Este análisis se centrará en el sector privado, de modo que, para estos efectos, dejaremos fuera del escenario al sector público en su conjunto.

- Item 1: Capital
- Item 2: Reserva Revalorización Capital Propio
- Item 3: Reservas (excluido 2)
- Item 4: Crédito Bancario
- Item 5: Bonos, Debentures y Efectos de Comercio
- Item 6: Crédito Interempresas

De estos seis ítem, vamos a considerar que el ítem 6 coincide conceptualmente con el homólogo del esquema general anterior (a.1), y el ítem 5, también (equivale a b.2 del esquema)^{14/}. El crédito bancario (ítem 4) corresponde al financiamiento a través de intermediarios financieros, el cual —dada su importancia empírica para una economía como la chilena— conviene identificarlo aparte. Pero, ¿qué sucede con los otros tres ítem identificados? El ítem 2 es un ajuste contable al “Patrimonio” de la empresa, por efecto de su desvalorización por la inflación. Si se desea comparar la estructura del pasivo de la empresa privada chilena con la de un país desarrollado como Estados Unidos, habría que “aislar” esta categoría contable, pues no existe en dicho país. Vamos a olvidarnos del ítem 2 para los efectos de este análisis^{15/}. Quedan, por consiguiente, los ítem 1 y 3, para determinar su correspondencia con el esquema general de financiamiento antes presentado. El problema se reduce, así, a la interpretación económica de las categorías contables llamadas “Capital” y “Reservas” (la suma de ambos proporciona el concepto contable de “Patrimonio”, suponiendo cero inflación). Más específicamente, ¿cómo podemos vincular las cifras que tenemos para las variables “Capital” y “Reservas”, a aquellas que corresponderían a “utilidades retenidas” y “acciones”, en el contexto del esquema general de financiamiento que hemos definido?

Para responder lo anterior es necesario explicitar más el sentido económico que está implícito en el esquema general de financiamiento anteriormente definido. Abstrayéndonos del financiamiento empresarial vía crédito bancario (empíricamente muy significativo y fundamentalmente identificable a partir de las cuentas de pasivo) y del crédito interempresas (que es cero en el consolidado del Sector Empresas), quedan sólo dos opciones de financiamiento para las empresas^{16/}: a) con “recursos propios”, o b) con recursos pedidos directamente prestados a las Familias. El financiamiento a través de “recursos propios” es lo que aparece definido en el esquema anterior como *utilidades retenidas*. Económicamente, ello tiene como contrapartida el *ahorro de empresas*. El financiamiento a través de recursos pedidos prestados a las Familias es lo que aparece en dicho esquema como *acciones*^{17/}. Económicamente, ello refleja (parte del) *ahorro de Familias* (consumidores). En otras palabras, conceptualmente, interesa distinguir entre pasivos de empresas que, simultáneamente, representan activos cuya variación a través del tiempo corresponde a una decisión de ahorro de familias, en su rol económico en tanto consumidores, de aquellos que no lo son. En un modelo económico (o estadístico), los primeros estarán correlacionados con el ingreso disponible del sector privado (estrictamente, con el ingreso disponible de los consumidores), mientras que el ahorro de empresas lo estará con las utilidades (o ventas, en la medida que ambas variables estén económicamente relacionadas) de las empresas (productores). En un modelo económico abstracto, ambas cosas son, en principio, conceptualmente separables; y en una economía en particular (como la chilena) no tienen por qué comportarse empíricamente iguales a través del tiempo.

14/ En todo caso, en una economía como la chilena, este último tipo de pasivos de empresas es empíricamente insignificante (al respecto, ver Cuadro III, ítem 5).

15/ Alternativamente, supóngase que la inflación es cero. En ese caso, el ítem 2 es cero. La existencia de inflación no es importante para los objetivos de esta discusión.

16/ Se supone implícitamente que los recursos provenientes del exterior (Séctor Externo) pasan a través de los intermediarios financieros domésticos. Este es el esquema que *fundamentalmente* se da en la práctica en todas las economías.

17/ Los bonos y otros títulos de largo plazo emitidos por las empresas también entrarían en esta categoría. Los hemos excluido —por el momento— sólo en consideración a su escasa relevancia empírica.

Esta diferenciación conceptual que hemos hecho respecto del ahorro del sector privado^{18/}, entre aquellos que son *productores* de bienes y aquellos que son *consumidores*, tiene especial relevancia en economías en desarrollo como la chilena, pero carece de sentido –en términos empíricos y de un modelo económico abstracto^{19/}– en economías desarrolladas como la de Estados Unidos. El aspecto crucial involucrado en ello tiene directa relación con el grado de difusión de la propiedad de las empresas en una economía de mercado y la existencia efectiva de un mercado cuyo objeto de transacción es precisamente la propiedad de las empresas. A continuación se presentará evidencia empírica sobre este aspecto, tanto para la economía chilena como la norteamericana.

B. EL MERCADO ACCIONARIO: CHILE VERSUS USA

Las cifras que se entregaron anteriormente acerca del “capital” de las empresas chilenas tienen implícito el “patrimonio accionario” de las empresas. A continuación se presenta un cuadro estadístico con información relativa a las características estructurales del mercado accionario chileno. Dicha información está referida a diciembre de cada año y cubre el período 1980-1985^{20/}.

La información que se presenta en el Cuadro IX está basada en cifras de balances (saldos) al 31 de diciembre de cada año, para una muestra de sociedades inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago^{21/}. El tamaño de la muestra utilizada representa alrededor del 70% del total de sociedades (empresas) inscritas en la Bolsa. En términos del valor de sus activos, la muestra representa sobre el 90% del total de activos de las sociedades inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

La primera columna del Cuadro IX contiene información acerca del número de accionistas, los cuales están desglosados por actividades económicas. La segunda columna expresa el número de accionistas dentro de cada actividad económica como porcentaje de los accionistas en los rubros especificados y la tercera columna los expresa como porcentajes del total de accionistas. Finalmente, la última columna proporciona información acerca de la concentración de la propiedad accionaria en Chile. Los porcentajes de control de los accionistas mayoritarios se muestran separadamente para cada uno de los sectores de actividad económica señalados en el Cuadro IX y para la totalidad de la muestra de sociedades. Tales porcentajes son computados como promedios ponderados, donde las ponderaciones están determinadas por el número de sociedades (firmas) consideradas dentro de cada subsector de actividad económica.

Para interpretar correctamente la evidencia empírica proporcionada por el Cuadro IX es importante señalar qué es lo que se entiende por “accionistas” en dicho cuadro. En efecto, la información estadística acerca del “porcentaje de control de los diez mayores accionistas”, proporcionada por la Bolsa de Comercio de Santiago, posee dos limitaciones. Por una parte, está basada en *registros* de accionistas y no en accionistas *individuales*. Según estimaciones preliminares del Departamento de Estudios de la Bolsa de Comercio de Santiago^{22/}, la relación entre accionistas individuales y registros es (a lo menos) de uno a tres, lo cual implica que el número

18/ O, más general, respecto a sus decisiones tanto de portfolio como de acumulación de activos a través del tiempo.

19/ Toda vez que se considere pertinente que los supuestos estructurales de éste (explícitos o implícitos) tengan alguna base de sustentación empírica.

20/ No se dispone de esta información para años anteriores a 1980.

21/ La muestra incluye tanto empresas públicas como privadas. No existe información procesada como para desglosar completamente el Cuadro IX entre sector privado y público. Sin embargo, es posible señalar al respecto que en el primer rubro identificado en el Cuadro IX, sólo en el subrubro “Mineras” están incorporadas empresas públicas (ENACAR y SOQUIMICHI). Por su parte, dentro del 2º rubro del Cuadro IX (Industriales), sólo hay dos empresas públicas consideradas en la muestra: IANSA (en el subrubro “alimenticias”) y CAP (en subrubro “Metálicas Básicas”). Todas las restantes empresas industriales son privadas.

22/ “La Sociedad Anónima en Chile”, Serie Estudios N° 2, enero 1985, pág. 42. *Bolsa de Comercio*, Santiago, Chile.

CUADRO IX

ESTRUCTURA SECTORIAL Y GRADO DE CONTROL DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA EN CHILE

RUBROS	NUMERO DE ACCIONISTAS						PORCENTAJE SOBRE		
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1980	1981	1982
1. Agropecuarios y mineros									
Agropecuarias	3.584	3.389	3.353	3.350	3.685	3.689	11,4	11,9	12,6
Forestales	23.461	21.426	20.156	20.004	18.756	18.362	74,9	72,2	75,6
Mineras	4.298	3.663	3.167	2.880	2.954	3.037	13,7	12,9	11,9
Total rubro	31.343	28.478	26.676	26.234	25.395	25.088	100,0	100,0	100,0
2. Industriales									
Alimenticias	29.553	29.105	28.453	18.854	28.381	28.675	16,5	16,9	17,0
Cervezas, bebidas y licores	5.576	4.879	4.330	4.967	12.492	11.798	3,1	2,8	2,6
Constructoras	5.051	4.881	5.306	5.295	5.268	5.283	2,8	2,8	3,2
Industria de papel y celulosa	48.070	47.786	46.028	46.319	46.247	47.070	26,8	27,7	27,6
Industria del vestuario	1.564	1.562	1.561	1.559	1.565	1.549	0,9	0,9	0,9
Manufacturas diversas	6.875	6.879	6.500	6.633	7.084	6.963	3,8	3,9	3,9
Materiales de construcción	25.140	24.821	24.089	24.008	23.810	23.344	14,0	14,4	14,4
Materiales y artículos eléctricos	31.039	31.009	26.607	26.692	29.124	28.900	17,3	18,0	15,9
Metálicas básicas	106	126	3.665	3.811	3.771	5.841	0,1	0,1	2,2
Pesqueras	14.000	9.769	9.033	9.629	14.877	14.988	7,8	5,7	5,4
Productos químicos y derivados del petróleo	8.782	8.230	7.804	7.762	8.890	8.406	4,9	4,8	4,7
Textiles	2.251	2.145	2.151	2.154	954	943	1,3	1,2	1,3
Vitivinícolas	1.536	1.486	1.438	1.394	1.992	1.980	0,9	0,9	0,9
Total rubro	179.547	172.588	166.965	159.077	184.455	185.740	100,0	100,0	100,0
3. Bancos, financieras y bolsas									
Instituciones financieras	26.942	18.059	5.961	5.932	19.470	37.429	99,7	99,6	99,3
Bolsas de valores	79	79	43	47	47	47	0,3	0,4	0,7
Total rubro	27.021	18.183	6.004	5.979	19.517	37.746	100,0	100,0	100,0
4. Servicios varios									
Clínicas	4.936	5.062	6.360	6.621	6.795	6.991	4,2	3,1	3,9
Colegios	5.606	3.633	3.525	3.509	7.160	7.240	4,8	2,3	2,2
Comerciales y distribuidoras	14.420	15.468	14.180	14.882	19.487	20.049	12,4	9,6	8,8
Deportes e hípicas	10.709	11.592	10.252	10.387	11.544	11.767	9,2	7,2	6,4
Inmobiliarias	12.231	14.122	16.271	16.431	16.647	16.661	10,5	8,8	10,1
Sociedades de inversión	18.665	32.182	28.722	28.652	30.521	35.663	16,0	19,9	17,8
Marítimas y navieras	9.277	7.459	9.597	9.374	9.138	8.847	7,9	4,6	6,0
Seguros	3.146	3.393	3.469	3.407	4.409	4.397	2,7	2,1	2,2
Servicios públicos	31.251	30.501	30.721	30.902	39.280	42.895	26,8	18,9	19,1
Turismo y hoteles	6.491	38.026	38.135	37.815	45.545	45.521	5,6	23,6	23,7
Total rubro	116.682	161.438	161.242	161.980	190.256	200.022	100,0	100,0	100,0
TOTAL GENERAL	354.593	380.642	360.887	353.270	419.893	448.326	—	—	—
Memo: MUESTRA									
(Nº de firmas)	173	163	155	155	163	163			

Fuente: Anexos Informativos Bursátiles (varios), *Bolsa de Comercio*, Santiago, Chile.

SUS RUBROS			PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL						% CONTROL 10 MAYORES ACCIONISTAS					
1983	1984	1985	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1980	1981	1982	1983	1984	1985
12,8	14,5	14,7	1,0	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	78,4	84,1	88,0	88,0	84,4	84,1
76,3	73,9	73,2	6,6	5,6	5,6	5,7	4,5	4,1	81,5	81,8	82,9	82,6	78,8	78,6
11,0	11,6	12,1	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	84,0	86,4	85,6	85,5	88,3	88,6
100,0	100,0	100,0	8,8	7,5	7,4	7,4	6,1	5,6	82,0	84,1	84,9	84,8	84,5	84,5
11,9	15,4	15,4	8,3	7,7	7,9	5,3	6,8	6,4	78,2	81,5	83,6	84,4	85,7	87,1
3,1	6,8	6,4	1,6	1,3	1,2	1,4	3,0	2,6	89,6	87,2	81,3	77,7	67,4	70,3
3,3	2,9	2,8	1,4	1,3	1,5	1,5	1,3	1,2	63,8	28,5	32,2	33,2	33,4	34,8
29,1	25,1	25,3	13,6	12,6	12,8	13,1	11,0	10,5	63,5	62,8	63,9	64,8	64,9	66,7
1,0	0,8	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	81,4	82,1	82,6	82,6	83,8	84,5
4,2	3,8	3,7	1,9	1,8	1,8	1,9	1,7	1,6	75,1	76,6	73,4	74,9	76,1	77,5
15,1	12,9	12,6	7,1	6,5	6,7	6,8	5,7	5,2	74,4	71,4	81,8	82,0	83,6	84,4
16,8	15,8	15,6	8,8	8,2	7,4	7,6	6,9	6,5	76,5	75,5	73,1	74,7	77,0	78,0
2,4	2,0	3,1	0,0	0,0	1,0	1,1	0,9	1,3	83,0	73,7	85,5	85,7	85,7	84,7
6,1	8,1	8,1	4,0	2,6	2,5	2,7	3,5	3,3	72,9	74,1	75,8	70,6	75,7	77,1
4,9	4,8	4,5	2,5	2,2	2,2	2,2	2,1	1,9	75,1	72,4	74,9	74,4	86,4	88,5
1,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2	84,0	75,0	73,8	74,0	79,6	81,1
0,9	1,1	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	73,6	71,4	72,0	72,7	73,5	74,5
100,0	100,0	100,0	50,6	45,3	46,3	45,0	43,9	41,4	76,7	74,5	76,6	76,3	78,9	80,2
99,2	99,8	99,9	7,4	4,8	1,7	1,7	4,6	8,3	57,9	72,6	75,3	75,6	62,2	26,3
0,8	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	36,7	36,7	31,3	22,9	22,9	22,9
100,0	100,0	100,0	7,6	4,8	1,7	1,7	4,6	8,3	52,6	65,4	69,8	69,0	52,4	25,5
4,1	3,6	3,5	1,4	1,3	1,8	1,9	1,6	1,6	45,4	48,4	51,7	51,9	10,4	21,0
2,2	3,8	3,6	1,6	1,0	1,0	1,0	1,7	1,6	27,6	3,1	45,2	48,2	31,8	34,0
9,2	10,2	10,0	4,1	4,1	3,9	4,2	4,6	4,5	78,4	74,9	80,4	84,4	77,2	78,3
6,4	6,1	5,9	3,0	3,1	2,8	2,9	2,8	2,6	27,1	19,9	22,4	17,8	17,0	17,2
10,1	6,1	8,3	3,5	3,7	4,5	4,7	4,0	3,7	35,3	38,5	33,5	31,2	38,1	38,4
17,7	16,0	17,8	5,3	8,5	8,0	8,1	7,3	8,0	81,8	80,5	72,7	73,4	78,8	76,1
5,8	4,8	4,4	2,6	2,0	2,7	2,7	2,2	2,0	82,4	81,3	75,9	76,6	78,2	79,3
2,1	2,3	2,2	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	78,0	72,8	73,2	76,4	72,7	73,2
19,1	20,6	21,4	8,8	8,0	8,5	8,8	9,4	9,6	72,4	77,7	87,6	86,9	87,9	87,0
23,4	23,9	22,8	1,8	10,0	10,6	10,7	10,9	10,2	76,6	82,5	79,4	80,6	72,8	73,1
100,0	100,0	100,0	32,9	42,4	44,7	45,9	45,4	44,6	62,4	63,9	65,1	65,4	64,2	64,2
			100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	70,4	70,3	71,6	71,6	71,1	70,8

de accionistas individuales se reduce a un tercio (o menos) del número total de registros de accionistas que muestra el Cuadro IX. Es decir, al promedio de 386.000 registros para 1980-1985 le corresponden sólo alrededor de 128.000 personas (tenedores de acciones). Por otra parte, el cálculo que se efectúa para obtener los porcentajes de concentración que aparecen en la última columna del Cuadro IX no consolida la información pertinente por empresas y sectores de actividad económica. En otras palabras, es posible (y frecuente) que un mismo *registro* de accionistas que se encuentra entre los diez primeros dentro de un determinado rubro, también se encuentre en dicha ubicación para un rubro diferente. En consecuencia, el porcentaje promedio (“total general”) de concentración accionaria —por este efecto— es efectivamente mayor al señalado en el cuadro. Adicionalmente, gran parte de los 10 mayores registros de accionistas que aparecen en las últimas columnas del Cuadro IX corresponden a sociedades de inversión, no a accionistas individuales (el número de registros de accionistas por accionista individual sería superior a tres para el caso de las sociedades de inversión, según estimaciones preliminares del Departamento de Estudios de la Bolsa de Comercio).

Al margen de las limitaciones estadísticas antes señaladas, que presumiblemente tienden a subestimar la concentración accionaria efectiva, medida en términos de tenedores *individuales* de acciones, es posible concluir lo siguiente, a partir de la evidencia empírica que proporciona el Cuadro IX.

En primer lugar, sólo diez accionistas (registros) en Chile controlan, en promedio, alrededor del 70% del valor de las acciones emitidas por una empresa^{23/}. Ello significa que, en promedio, cada uno de estos diez accionistas mayoritarios mantiene en su portfolio de activos, sólo en acciones de empresas, aproximadamente el 7% del total del valor de las acciones emitidas por una compañía. En el agregado, el número total de “accionistas mayoritarios” en Chile sería de aproximadamente 1.600 “individuos”^{24/} (diez por el número promedio de firmas consideradas en la muestra durante el período 1980-1985). A su vez, dichos accionistas mayoritarios representan menos del 1% del número total de accionistas del mercado bursátil, los cuales mantienen acciones de empresas cuyo valor asciende al 70% del stock total de acciones existentes en la economía chilena.

Nótese que este fenómeno no se altera esencialmente a lo largo del tiempo, tal como puede inferirse a partir de los datos anuales para 1980 a 1985^{25/}. En este sentido, esta primera característica del mercado accionario chileno —concentración extrema de la propiedad accionaria— puede concebirse como una característica *estructural* del mercado bursátil chileno.

Por otra parte, es destacable la pequeñez del mercado accionario chileno, en términos del número de individuos que mantienen acciones. En efecto, si uno expresa el número total de *registros* de accionistas que aparece en el Cuadro IX, como porcentaje de la población adulta (mayores de 18 años) en Chile, obtiene porcentajes del 6%. Considerando el número de tenedores *individuales* de acciones, dicho porcentaje se reduciría a la tercera parte. Es decir, menos del 2% de la población adulta en Chile mantendría acciones de empresas como activo. Este fenómeno tampoco parece alterarse en forma significativa a través del tiempo, conformando así una segunda característica estructural del mercado accionario chileno.

23/ Dicho porcentaje de control es aún mayor para empresas agrícolas, mineras e industriales, según se puede apreciar en el Cuadro IX.

24/ Recuérdese que ello se refiere estrictamente a “registros de accionistas” y no a tenedores individuales de acciones (i.e., el número efectivo de “individuos” está sobreestimado).

25/ Al respecto, ver últimas columnas del Cuadro IX. No hay diferencia estadísticamente significativa durante el sexenio 1980-85. Ello, a pesar de algunos cambios de tipo institucional que —en principio— podrían haber afectado dicho patrón de concentración (como, por ejemplo, el reparto de acciones que efectuaron los fondos mutuos en liquidación el año 1984, y la puesta en marcha del llamado “Capitalismo Popular”, en 1985).

En relación con la efectiva “rotación” de la propiedad de las empresas dentro del (reducido) mercado accionario a través del tiempo, puede ser ilustrativo señalar que, en los últimos diez años en Chile, el cuociente anual entre el monto transado y el patrimonio bursátil ha fluctuado entre un 2% (mínimo) y un 6% (máximo)^{26/}. A modo de ejemplo, se puede citar que en los Estados Unidos, durante los últimos cinco años, dicho cuociente ha fluctuado entre un 45% y 50%^{27/}.

A modo de síntesis, puede conceptualizarse el funcionamiento del mercado accionario chileno en los siguientes términos.

El mercado de acciones —cuyo objeto de transacción no es otro que la propiedad de las empresas— puede descomponerse en Chile en dos submercados separados y compartamentalizados^{28/}. Uno es el mercado compuesto por los *accionistas mayoritarios*. Este mercado opera (“físicamente”) fuera de la Bolsa de Valores de Santiago (i.e., no existe ningún intermediario formal de carácter institucional dentro de este submercado). El intercambio en este submercado es bastante reducido y sumamente espaciado (discreto) en el tiempo^{29/}, y sólo involucra intercambios en la propiedad de empresas dentro de este 1% del total de tenedores de acciones en Chile, que poseen el 70% del stock total de acciones de la economía. El otro submercado está conformado por los *accionistas minoritarios*, esto es, por el restante 99% de tenedores de acciones, entre los cuales se reparte el 30% del stock de acciones de la economía. Este submercado opera (“físicamente”) a través de la Bolsa de Valores de Santiago, la cual constituye el intermediario formal-institucional que canaliza las transacciones entre oferentes y demandantes de acciones^{30/}. El intercambio en este submercado es continuo, sistemático, y en este sentido correspondería a la contrapartida empírica de lo que se entiende conceptualmente por un mercado en el cual se transa la propiedad de las empresas. Por cierto, el escaso porcentaje de la propiedad de las empresas chilenas que efectivamente se transa en este submercado lo convierte, en el hecho, en un mercado cuyos precios no tienen necesariamente el significado económico-financiero que generalmente se les asigna en Teoría de Finanzas. Este hecho se ve reforzado por la asimetría informacional acerca de los flujos de caja futuros de la empresa, que presumiblemente existe entre “accionistas mayoritarios” versus “accionistas minoritarios”, en un mercado bursátil con tales características estructurales.

En cierto sentido, la evidencia empírica anteriormente proporcionada respecto a la concentración de la propiedad accionaria en Chile (Cuadro IX), el porcentaje de la población adulta que mantiene acciones y los porcentajes representados por las transacciones en Bolsa respecto del stock total de acciones existentes, son consistentes con esta “dualidad” que se presenta en el mercado accionario chileno.

Toda desconcentración de la propiedad accionaria pasa por “romper” esta “dualidad” de mercados existente. En otras palabras, desconcentrar la propiedad de las empresas involucraría quebrar el esquema de submercados compartamentalizados actualmente existente. La persistencia que se observa a través del tiempo en este patrón de extrema concentración de la propiedad accionaria en el mercado bursátil chileno, lo convierte en un fenómeno de carácter estructural, y permite inferir que no existen incentivos económicos privados para que esta situación se modifique: la desconcentración de la propiedad accionaria involucraría reducir el “nivel de utilidad” (bienes-

26/ “La Sociedad Anónima en Chile”, Serie Estudios N° 2, enero 1985, pág. 55. *Bolsa de Comercio*, Santiago, Chile.

27/ New York Stock Exchange *Fact Book* (varios números).

28/ Lo de “compartamentalizado” se refiere a que no existe intercambio entre ambos submercados.

29/ Digamos que en Chile, aproximadamente, cada 10 años cambiaría de dueño la propiedad de algunas de estas empresas.

30/ La información estadística respecto a índices de precios de acciones y volumen de transacciones en acciones, que procesa y publica periódicamente la Bolsa de Valores de Santiago, se refiere sólo a este último submercado.

tar) de los accionistas mayoritarios. Ello podría racionalizarse en función de que —dada la estructura del mercado bursátil chileno— los accionistas mayoritarios cuentan con un “poder monopólico potencial” que, de expresarse en el submercado de accionistas minoritarios, afectaría el precio de mercado de las acciones en poder de los accionistas mayoritarios. De esta manera, vender acciones —difundir la propiedad de las empresas—, rompiendo este esquema “dual” presente en el mercado accionario chileno, entra a implicar reducir en forma (presumiblemente) sustancial el valor de mercado de los activos mantenidos por los accionistas mayoritarios.

Antes de sacar conclusiones analíticas respecto del significado económico de las cifras contables de “capital” para las empresas privadas chilenas^{31/}, a la luz de la evidencia empírica que se ha presentado al respecto, conviene contrastarlas con la situación de un mercado accionario como el de la economía de Estados Unidos.

CUADRO X

**COMPAÑIAS NORTEAMERICANAS:
IMPORTANCIA DEL FINANCIAMIENTO A TRAVES DE ACCIONES**
(En miles de millones de US\$)

AÑOS	TOTAL ACTIVOS		PORCENTAJE (2):(1)	ACCIONES** (3)	PORCENTAJE (3):(2)
	TODO U.S.A.	NYSE*			
	(1)	(2)			
1974	3.996	1.700	42,5	511	30,1
1975	4.268	1.793	42,0	685	38,2
1976	4.743	2.067	43,6	858	41,5
1977	5.326	2.327	43,7	797	34,3
1978	6.014	2.645	44,0	823	31,3
1979	6.845	3.057	44,7	961	31,4
1980	7.617	3.586	47,1	1.243	34,7
1981	8.547	3.732	43,7	1.144	30,7
1982	n.d.	4.014	—	1.305	32,5
1983	n.d.	4.330	—	1.584	36,6

* Corresponde a las empresas “en lista” en el NYSE (Listed companies’ financial data).

** Corresponde al valor de mercado de todas las acciones de empresas “en lista” en el NYSE (all NYSE listed stocks).

Fuente: Calculado a base de la información que aparece en: New York Stock Exchange (NYSE) Fact Book, 1985.

La columna (1) del Cuadro X contiene el monto total de activos para el conjunto de empresas norteamericanas. La segunda columna presenta la misma información, pero para la muestra de empresas correspondiente al mercado bursátil de Nueva York. La columna siguiente permite apreciar la representatividad de dicha muestra, en términos del tamaño relativo de los activos. A continuación se indica el valor de mercado de las acciones emitidas por las empresas de dicha muestra y el porcentaje que éstas representan sobre el total de activos (pasivos) de las empresas consideradas.

El Cuadro X permite contar con una estimación acerca de la importancia del financiamiento a través de acciones para el sector empresas de la economía norteamericana. Durante el decenio 1974-1983, éste ha representado, en promedio, alrededor de un 34% del total de pasivos de las empresas,

31/ Nótese que, de acuerdo con la información del Cuadro IX, no existe una diferencia muy significativa entre el porcentaje de control de los 10 mayores accionistas correspondientes a los Servicios Públicos (que, por definición, debiera ser alto) y el correspondiente a las actividades privadas.

fluctuando dicho porcentaje entre un mínimo de 30% y un máximo de 42%. Si uno agrega al financiamiento vía acciones el valor de mercado de los bonos emitidos por las empresas estadounidenses, el año 1974 dicha suma representaría alrededor de un 36% del activo (pasivo) total de la muestra de empresas consideradas en el Cuadro X, un 39% en el año 1980 y alrededor de 38% para 1982^{32/}.

Tales antecedentes cuantitativos permiten apreciar lo significativo que es en Estados Unidos el financiamiento de las empresas a través de la emisión de acciones y bonos de empresas.

Ahora bien, para cualificar dicho financiamiento en términos conceptuales, *vis-à-vis* lo que representa en un país como Chile, es indispensable contrastar el *grado de difusión* de la propiedad accionaria en ambos tipos de economías. En último término, ello tiene directa implicancia respecto del *tipo* de empresa existente en uno y otro caso.

En la economía norteamericana, el número de *individuos* tenedores de acciones (propietarios directos) representa alrededor de un 25% de la población adulta, y ha tendido a ir creciendo a través del tiempo^{33/}. Ello contrasta con el porcentaje correspondiente que se indicó para Chile (inferior al 2%, y básicamente decreciente o a lo sumo constante a través del tiempo). Anteriormente se comparó la efectiva "rotación" de la propiedad de las empresas a través del tiempo en uno y otro caso, usando como indicador al respecto el cuociente entre el monto transado y el patrimonio bursátil: alrededor de diez veces superior en Estados Unidos que en Chile. No se dispuso de estadísticas de concentración de la propiedad accionaria en Estados Unidos, análogas a las proporcionadas por el Cuadro X para el mercado bursátil chileno. Sin embargo, el siguiente cuadro permite obtener evidencia empírica en forma indirecta (aunque imperfecta) en este sentido.

El Cuadro XI presenta información acerca del número de acciones y valor de mercado de éstas para las cincuenta primeras empresas norteamericanas en cuanto al valor de sus acciones en el mercado bursátil. De acuerdo a estos datos, un individuo en Estados Unidos que fuera propietario de *sólo un 1%* de las acciones de cualquiera (sólo una) de estas primeras cincuenta empresas, tendría que poseer un activo (sólo en acciones de empresas) cuyo valor de mercado variaría —dependiendo de a cuál de estas empresas se refiera— entre 50 millones de dólares (como mínimo) y alrededor de 750 millones de dólares! A la luz de estos antecedentes, resulta claramente imposible observar en esta economía porcentajes de control de la propiedad accionaria ni remotamente parecidos a los que se observan en una economía como la chilena. Al respecto —y de acuerdo a la información del Cuadro IX— si los diez mayores *registros* de accionistas en Chile poseen alrededor del 70% o más de las acciones, quiere decir que (en promedio) dentro de los diez accionistas mayoritarios existen individuos que poseen como activo el 10% o más del valor de las acciones de una empresa. Aún más, dadas las estimaciones del Departamento de Estudios de la Bolsa de Comercio de Santiago antes anotada, en el sentido de que un accionista individual contaría (en promedio) con (al menos) tres "registros de accionistas", es muy probable que en Chile sea algo habitual que sólo 10 *accionistas individuales* posean alrededor del 90% o más del valor de las acciones de una determinada compañía.

C. ALGUNAS IMPLICANCIAS TEORICAS

La evidencia empírica y discusión anterior acerca de las características del mercado de acciones en Chile versus Estados Unidos, tiene importantes implicancias para el funcionamiento agregado de ambos tipos de economías y —relacionado a ello— cruciales implicancias desde un punto de vista teórico.

32/ New York Stock Exchange (NYSE) Fact Book. Desafortunadamente, no se pudo obtener una serie completa en este sentido para el período 1974-83, y anexar así dicha información en el Cuadro X.

33/ Fuente: NYSE Fact Book, 1985.

CUADRO XI
FIFTY LEADING STOCKS IN MARKET VALUE
(Millions, December 31, 1984)

COMPANY	LISTED SHARES	MARKET VALUE
International Business Machines	610,7	\$ 75,119
Exxon Corp.	906,4	40,788
General Electric	462,9	26,271
General Motors	316,8	24,751
American Telephone & Telegraph	1,025,7	20,129
Shell Oil	309,4	17,212
Standard Oil (Indiana)	304,3	16,091
Eastman Kodak	165,7	11,912
Du Pont de Nemours	239,6	11,860
Sears, Roebuck	366,6	11,685
Mobil Corp.	428,2	11,667
Schlumberger, N.V.	303,4	11,566
Atlantic Richfield	250,7	11,061
Chevron Corp.*	342,1	10,691
Morris (Phillip)	126,4	10,190
Bell South Corp.	2,292,9	10,032
Procter & Gamble	168,7	9,616
Texaco Inc.	274,3	9,429
Minnesota Mining & Manufacturing	118,0	9,308
Hewlett-Packard	256,9	8,735
Coca-Cola Co.	136,9	8,538
American Home Products	168,8	8,527
GTE Corp.	202,2	8,213
Reynolds (R.J.) Inds.	113,4	9,165
American Express	216,8	8,157
Bell Atlantic	98,9	7,952
Ford Motor	170,8	7,791
American Information Technologies (Ameritech)	98,0	7,519
NYNEX Corp.	99,7	7,404
Merck & Co.	75,9	7,137
Bristol-Myers	135,9	7,086
Southwestern Bell	98,6	6,978
Johnson & Johnson	191,9	6,955
Phillips Petroleum	154,6	6,920
Pacific Telesis	99,0	6,819
USWEST	96,6	6,811
Pfizer Inc.	160,5	6,781
Unocal Corp.	173,7	6,426
Digital Equipment	57,2	6,332
Bell Canada Enterprises	227,5	6,115
Sun Co.	125,4	5,784
Dow Chemical	208,3	5,729
Boeing Co.	97,6	5,527
Tenneco Inc	145,2	5,499
Citicorp	138,2	5,356
Wal-Mart Stores	140,1	5,308
American Int'l Group	77,7	5,297
Abbott Laboratories	124,1	5,181
Pacific Gas & Electric	312,6	5,158
Standard Oil (Ohio)	121,9	5,121
TOTAL	11,537,7	\$ 558,699

* Formerly: Standard Oil Co. of California.

Fuente: Reproducido de: New York Stock Exchange Fact Book, 1985.

En efecto, claramente el tipo de “empresa representativa” existente en una economía como la chilena versus una economía como la de Estados Unidos, es diametralmente opuesta. En el contexto de una economía de mercado con las características del mercado accionario norteamericano, las “acciones” de las empresas son sinónimo de *propiedad difundida* de las empresas; en dicho escenario existe *efectivamente* un mercado cuyo objeto de transacción es precisamente la propiedad de las empresas. Ello da origen a un tipo de empresa —la “Corporación Americana”— que es consistente con dichas características. En efecto, el esquema de la “Corporación Americana” permite —desde un punto de vista económico— que el “mercado de acciones” elimine de partida cualquier tipo de conflicto de intereses que pudiera eventualmente haber entre “propietarios” y “no propietarios” de firmas, en una economía de mercado. En particular, desde un punto de vista teórico, no existe diferencia esencial alguna entre “empresas” (productores) e “individuos” (consumidores). Los consumidores son dueños de las empresas. Analíticamente, es equivalente a que cada individuo fuera propietario de una acción de una empresa³⁴. Desde un punto de vista puramente formal, la diferenciación entre empresas (productores) e individuos (consumidores) se torna conceptualmente irrelevante: en términos de la teoría pura del equilibrio general (Arrow-Debreu-McKenzie), es indiferente determinar la asignación óptima de recursos de la economía partiendo de la existencia de “empresas” que maximizan beneficios o partiendo de “consumidores” que maximizan utilidad. En forma consistente con este esquema, todas las decisiones agregadas de la economía (producción, consumo, trabajo, inversión, portfolio, etc.) pueden en principio racionalizarse y formalizarse a partir del comportamiento optimizador de un solo “individuo representativo”.

Claramente, dentro de un marco conceptual como el anterior, carece de sentido analítico la diferenciación entre “ahorro de empresas” y “ahorro de familias”. Tal separación no agrega nada *esencial* al entendimiento del funcionamiento del sistema económico. La razón es simple: dados los supuestos iniciales, tanto las decisiones de ahorro de las empresas y de las familias pueden agruparse (y consolidarse) en una sola: la de “un individuo representativo”. Lo mismo es válido para las decisiones de portfolio.

¿Cuál es la situación, en este sentido, para una economía de mercado con las características estructurales de la economía chilena?

Una economía con tales características en su mercado accionario es analíticamente equivalente, en términos teóricos (formales), a una economía en la cual el activo “propiedad de la firma” es un activo fundamentalmente no transado en la economía. De este modo, es posible concluir que el tipo de “empresa representativa” existente en Chile —en contraposición a la “Corporación Americana”— corresponde a lo que se denomina “*empresa familiar*”³⁵. La característica distintiva de este tipo de empresa es que su propiedad está concentrada en un grupo muy reducido de “accionistas”, y que las decisiones de éstos, a su vez, determinan las políticas globales fundamentales relativas al comportamiento de la empresa a través del tiempo.

La teoría económica neoclásica moderna de Equilibrio General no cuenta con desarrollos teóricos que permitan modelar adecuadamente el comportamiento de economías compuestas por “empresas familiares”. Al menos, en parte, ello responde a la carencia de una “teoría de la empresa familiar”; a la aparente inexistencia de modelos abstractos en Teoría de Finanzas que incorporen explícitamente a este tipo de “empresa representativa” como el problema analítico central.

34/ Es interesante hacer notar que gran parte de la teoría pura de Finanzas Privadas (“Corporate Finance”) tiene subyacente una estructura teórica consistente con aquella implicada por la “Corporación Americana”. Al respecto —y sólo a mancha de ejemplo— las implicancias del conocido “Teorema de Modigliani y Miller”, respecto a la irrelevancia de la estructura de financiamiento de la empresa, están en gran medida basadas en un esquema conceptual como el señalado.

35/ Como este es un “caso raro” en economías como la de Estados Unidos, no se le presta mayor atención en la literatura especializada (ni en los cursos) de Teoría de Finanzas.

En todo caso, al margen de lo anterior, es posible plantear ciertas hipótesis, las cuales pueden inferirse simplemente a partir de “invertir” aquellas que se derivan lógicamente de un esquema abstracto como el implícito en los modelos de equilibrio general basados en el comportamiento de un “agente económico representativo”.

Una economía de mercado compuesta solamente^{36/} por unidades productivas tipificables como “empresas familiares” es analíticamente equivalente a una economía en que no existe “mercado de acciones” (en general, mercado de deuda emitida por las empresas). En otros términos, corresponde a una economía con “mercados incompletos”, en la cual el “mercado faltante” es aquel cuyo objeto de transacción es la propiedad de las empresas (en cualquiera de sus formas). Bajo dicho esquema de economía, las decisiones económicas (de cualquier naturaleza) de los “propietarios” de las empresas y las de los “no propietarios” de empresas no son, en principio, aglutinables desde un punto de vista teórico: no hay necesariamente un solo problema de optimización individual susceptible de generalizarse analíticamente. Así, el “paradigma del individuo representativo” deja de ser válido: no es autosuficiente para explicar el comportamiento agregado de cualquier tipo de decisión económica.

A partir de lo anterior es posible derivar varios aspectos interesantes (y “no convencionales”), dependiendo de la estructura de supuestos (particularmente sobre sets de oportunidades) que se adopte a fin de darle un contenido analítico más específico a la dicotomización entre “propietarios” y “no propietarios” de empresas. No es el objetivo de este trabajo profundizar en este tema^{37/}. Para los efectos del presente trabajo, es suficiente aislar sólo un aspecto del problema, a saber, la diferenciación entre las decisiones de portfolio (y ahorro) de las empresas (propietarios) y aquellas de las familias (no propietarios). Claramente, en un esquema compuesto eminentemente por “empresas familiares”, ambas cosas son conceptualmente diferentes.

Sin necesidad de entrar a analizar los determinantes de ambos tipos de decisiones, vamos a postular simplemente que —desde un punto de vista empírico— interesa claramente diferenciar entre ambas cosas. Consecuente con ello, se intentará “readecuar” la información estadística pertinente que fuera anteriormente presentada para la composición del pasivo de las empresas chilenas. Este es el tema de la sección siguiente.

D. REINTERPRETACION DE LA EVIDENCIA EMPIRICA CHILENA

El aspecto central que surge a partir de la discusión de las dos secciones precedentes, dice relación con la necesidad de cualificar la categoría contable denominada “capital”, que fuera identificada anteriormente como uno de los componentes del pasivo a partir del balance agregado de las empresas privadas chilenas.

El “capital” corresponde al primer ítem que fue identificado en los cuadros estadísticos que aparecen en el Capítulo II del presente trabajo, y que resumen la estructura agregada del pasivo de las empresas chilenas.

Contablemente, el “capital” de una empresa se define en Chile como “el capital social efectivamente pagado, ya revalorizado, cuando se trate de estados financieros anuales”^{38/}. En términos

36/ O, preferentemente. Para estos efectos, tal distinción “cuantitativa” es irrelevante.

37/ Una aplicación específica de este esquema conceptual general aparece en un trabajo del autor titulado “*Incompleteness of Markets and Non-Instantaneous Production: Key departures from a Barro-Lucas type of Equilibrium Framework*” (Dissertation paper, 1985).

38/ Corresponde al Código 23010 (Capital Pagado) de la llamada “Ficha Estadística Codificada Uniforme” (FECU). La definición que se transcribe aparece en la Circular N° 239 de la Superintendencia de Valores y Seguros (29.9.82).

más específicos, esta cuenta de pasivo registra el valor nominal de las acciones emitidas y pagadas por la empresa.

Dados los antecedentes que se han proporcionado y analizado a lo largo de este capítulo, se hace necesario —desde un punto de vista económico— redefinir las categorías contables vinculadas al “Patrimonio” de las empresas y recalcular así la estructura de financiamiento de las empresas privadas.

En conformidad con lo planteado al comienzo del presente capítulo, vamos a clasificar (y agregar) el pasivo de las empresas en los siguientes ítem:

- A. Acciones }
- B. Bonos } Deuda con consumidores (Familias)
- C. Utilidades Retenidas
- D. Crédito Bancario
- E. Crédito Interempresas
- F. Resto
 - F.1 Reservas por Revalorización del Capital Propio
 - F.2 Otros

A continuación vinculamos esta clasificación con la que teníamos originalmente y que se presentó en los cuadros estadísticos correspondientes a la estructura agregada del pasivo (Capítulo II del trabajo).

Partamos primero por aquellos ítem que son homólogos y que, por tanto, sus cifras simplemente serán las mismas en uno y otro esquema. En este caso se encuentran el ítem B, que acá le hemos llamado simplemente Bonos, y que equivale al ítem 5 del esquema primitivo: Bonos, Debentures y Efectos de Comercio. El ítem D (Crédito Bancario) es exactamente el mismo que anteriormente aparecía como ítem 4. El ítem E (Crédito Interempresas) es análogo al ítem 6 del esquema anterior. Finalmente, hemos agregado acá como ítem F (“Resto”) a las Reservas por Revalorización del Capital Propio (anteriormente identificadas como ítem 2 del pasivo) y a un componente residual (“Otros”), que es el mismo que fuera anteriormente clasificado como el ítem 7 del pasivo. Lo anterior representa el “común denominador” entre ambos esquemas, e involucra sólo una reclasificación, sin ningún tipo de modificación en términos de las cifras que al respecto se presentaron en los cuadros estadísticos del capítulo II de este trabajo.

Resta por referirse a los conceptos de “Acciones” (ítem A) y de “Utilidades Retenidas” (ítem C), en términos de su equivalencia con los ítem “Capital” y “Reservas” (excluidas las por revalorización del capital propio), que se emplearon anteriormente.

En el presente esquema conceptual, entenderemos por “acciones” a aquella deuda emitida por las empresas que tiene como contrapartida (parte del) ahorro financiero de los *consumidores*. Más específicamente, dado el esquema de “empresas familiares” esencialmente existente en Chile, las “acciones” han de representar activos financieros para los “no propietarios” de las empresas. En contraposición, las “utilidades retenidas” representarán acá ahorro de los *productores*, es decir —en el contexto de una economía compuesta por “empresas familiares”—, tendrán como contrapartida activos de los “propietarios” de las empresas^{39/}.

En otros términos, la idea acá es distinguir dentro del agregado (contable) que se conoce como “Capital” dos partes que, conceptualmente, tienen un significado económico diferente.

39/ Puede pensarse en nuestro concepto de “utilidades retenidas” (como stock) como la contrapartida a un *activo* que mantienen los propietarios (accionistas mayoritarios) directos de las empresas, que representa los “derechos” de estos individuos sobre sus empresas (“owners equity”).

Por un lado, aquella parte del “Capital” (contable) que representa *propiedad difundida* y, en este sentido, es analíticamente comparable con el significado económico del financiamiento vía acciones en una economía de mercado como la de Estados Unidos. Esta parte del “Capital” evolucionaría efectivamente en conformidad con las decisiones de portfolio (y ahorro) de los consumidores. Por otro lado –y como complemento de lo anterior– queda la parte restante del “Capital”, que, económico, responde a las decisiones de portfolio (y de ahorro) de los productores (propietarios de las empresas). Esta descomposición del “Capital” (contable) de las empresas equivale a separar dentro del agregado de empresas chilenas las que corresponden a “Empresas Familiares” de las que no lo son (y, por ende, se asemejarían al esquema de la “Corporación Americana”).

Considerando lo anterior, y dada la evidencia empírica antes analizada acerca de la concentración de la propiedad accionaria en Chile^{40/}, se concebirá que el 20% del capital corresponde a nuestro concepto de *Acciones* (ítem A del presente esquema de clasificación del pasivo). Por su parte, y dado que la definición de “Reservas” (excluidas las por revalorización del capital propio) se aproxima bastante al concepto económico de utilidades retenidas, mediremos las Utilidades Retenidas (como stock), que corresponden al ítem C del presente esquema, como igual a las Reservas (excluidas las por revalorización), más el 80% del Capital (que correspondería a la parte concentrada de la propiedad accionaria). Resumiendo, la vinculación entre los conceptos de “Acciones” y de “Utilidades Retenidas”, en términos de los ítems “Capital” y “Reservas” empleados inicialmente, es la siguiente:

$$\text{Acciones} = 0,20 \text{ Capital}$$

$$\text{Utilidades Retenidas} = 0,80 \text{ Capital} + \text{Reservas} \text{ (excluida la revalorización)}$$

Este método para recalcular la estructura de pasivo de las empresas privadas constituye, por cierto, sólo una aproximación. Sin embargo, es muy probable que –a la luz de la evidencia empírica presentada anteriormente sobre el mercado accionario chileno– esta aproximación subestime el monto de utilidades retenidas y, por consiguiente, sobreestime el monto de acciones, en términos de las categorías económicas que se pretenden medir. En este sentido, las cifras que se presentarán para estas dos fuentes de financiamiento podrían interpretarse más como una cota mínima para las Utilidades Retenidas (y una cota máxima para las Acciones), que como estimadores inescogidos de ambas variables. Sin embargo, como el interés del presente trabajo no se centra en los niveles per se de cada uno de los componentes del pasivo que se han definido, sino en proporcionar órdenes de magnitud para la *estructura* de financiamiento de las empresas y, más específicamente, contar con una idea acerca del *ranking* de cada una de dichas fuentes, estas aproximaciones al problema parecen suficientes para el objetivo que se persigue.

A continuación se presenta la información estadística correspondiente.

40/ En particular, puede pensarse en las empresas privadas *no financieras* que se ubican dentro de los dos primeros sectores de actividad económica identificados en el Cuadro IX (i.e., empresas agropecuarias, mineras e industriales) como la contrapartida empírica más representativa de las “firmas” en un modelo macroeconómico.

CUADRO XII

ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PRIVADAS CHILENAS
(En miles de pesos de cada año)

ESPECIFICACION	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. "Acciones"	3.544.130	7.953.384	12.165.350	21.625.110	20.464.444	29.653.298	42.934.863	45.523.910	49.426.418
B. Bonos	4.021.946	4.185.523	6.343.143	9.014.121	15.974.864	24.217.256	18.909.493	18.886.941	8.851.459
C. "Utilidades Retenidas"	26.342.534	61.134.292	157.534.859	265.793.628	183.128.740	202.357.407	290.639.240	225.936.077	233.778.214
D. Crédito Bancario	27.017.747	53.701.653	101.643.876	152.273.714	126.032.073	241.329.307	248.517.245	269.694.726	340.390.353
E. Crédito Interempresas	31.205.645	55.183.506	89.695.123	123.454.076	63.148.277	44.997.911	109.314.496	80.610.448	91.521.233
F. Resito	108.959.094	134.020.730	189.055.441	240.876.867	116.619.378	64.518.059	64.564.191	82.428.092	113.055.703
F.1 Reserva Revalorización									
Capital Propio	74.240.297	83.291.244	119.877.787	152.484.323	78.077.019	29.939.365	17.078.333	25.777.618	33.710.528
F.2 Otros	34.718.797	50.729.486	69.177.654	88.392.544	38.542.359	34.578.694	47.485.858	56.650.474	79.345.175
TOTAL PASIVO	201.291.096	316.179.088	566.437.792	813.027.516	525.367.806	607.073.238	774.939.528	723.080.194	837.023.380

Fuente: A base del Cuadro II.B y definiciones explicitadas.

CUADRO XIII

ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PRIVADAS CHILENAS
 (En porcentajes sobre el pasivo total)

ESPECIFICACION	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. "Acciones"	1,8	2,5	2,2	2,7	3,9	4,9	5,5	6,3	5,9
B. Bonos	2,0	1,3	1,1	1,1	3,0	4,0	2,4	2,6	1,1
C. "Utilidades Retenidas"	13,2	19,3	28,3	32,7	34,9	33,3	37,5	31,2	27,9
D. Crédito Bancario	13,4	17,0	18,3	18,7	24,0	39,8	32,1	37,3	40,7
E. Crédito Interempresas	15,5	17,5	16,1	15,2	12,0	7,4	14,1	11,1	10,9
F. Resto	54,1	42,4	34,0	29,6	22,2	10,6	8,3	11,4	13,5
F.1 Reservas Revalorización Capital Propio	(36,9)	(26,3)	(21,5)	(18,8)	(14,9)	(4,9)	(2,2)	(3,6)	(4,0)
F.2 Otros	(17,2)	(16,1)	(12,5)	(10,8)	(7,3)	(5,7)	(6,1)	(7,8)	(9,5)

El Cuadro XII presenta las cifras correspondientes a cada uno de los ítem del pasivo que se señalaron anteriormente. El Cuadro XIII presenta dicha información en términos de porcentajes sobre el pasivo total de las empresas privadas consideradas. Puesto que sólo nos interesa acá la estructura de financiamiento, nos centraremos en la evidencia proporcionada por el Cuadro XIII.

Desde el punto de vista económico, sólo interesan los primeros cinco ítem identificados en el Cuadro XIII. La evidencia empírica indica que, en promedio, durante el período 1977-85, se obtienen las siguientes participaciones relativas para el conjunto de empresas privadas consideradas en la muestra:

A. "Acciones"	4,0%
B. Bonos	2,1%
C. "Utilidades Retenidas"	28,7%
D. Crédito Bancario	26,8%
E. Crédito Interempresas	13,3%
F. Resto	25,1%

En términos del *ranking* de las fuentes de financiamiento para las empresas privadas chilenas, la evidencia empírica tiende a indicar que *el primer lugar* lo comparten las *Utilidades Retenidas* y el *Crédito Bancario*. En algunos años uno supera a otro, pero, en general, la evidencia no permite discriminar entre ambos respecto a su importancia relativa, en forma fehaciente^{41/}. Lo que sí está claro es que ambos —Utilidades Retenidas y Crédito Bancario— constituyen inambiguamente las principales fuentes de financiamiento. Le siguen en importancia relativa el *Crédito Interempresas*. Detrás de este tipo de crédito están, en principio, dos cosas diferentes. Por una parte, representa aquellos préstamos entre firmas vinculados a las relaciones de insumo-producto entre éstas. Por otra, estarían los préstamos directos entre "propietarios" de empresas, desvinculados de dichas relaciones técnicas de producción. A partir de la información contable disponible, no es posible discriminar cuantitativamente entre ambos. Por cierto, a nivel consolidado para el sector empresas, este tipo de financiamiento desaparece como tal.

Finalmente, y como último lugar en este ranking, aparece la deuda de las empresas con los consumidores: las "acciones" y los bonos^{42/}. Claramente, su participación relativa es insignificante. Tomados en conjunto, "acciones" y bonos representan en promedio para 1977-85 sólo alrededor de un 6% del total de pasivos de las empresas privadas consideradas, fluctuando dicho porcentaje entre un mínimo de 3,3% y un máximo de 8,9%. En general, es posible concluir que las utilidades retenidas o el crédito bancario superan entre 4 y 5 veces la importancia relativa del endeudamiento directo de empresas privadas con los consumidores, a través de la emisión de "acciones" y bonos.

Los porcentajes obtenidos para las "acciones" en el Cuadro XIII serían los conceptualmente comparables con los que se obtienen para Estados Unidos (Cuadro X). En dicha economía —como se recordará— más de un tercio del pasivo total de las empresas corresponde a acciones. Dicha participación relativa es más de ocho veces la que se observa en Chile. Si a ello le sumamos los bonos emitidos por las empresas en uno y otro caso, dicha diferencia se agranda aún más. En otros términos, en una economía de mercado como la de Estados Unidos, la captación de recursos finan-

41/ Es muy probable, sin embargo, que la relación estructural entre estas dos fuentes de financiamiento esté más cerca de lo que se observa durante el período 1977-81 en el Cuadro XIII, que lo que se observa para 1982-85, debido al impacto del quiebre en la política cambiaria a partir de 1982, sobre la deuda de las empresas con los intermediarios financieros. En este sentido, podría pensarse que el financiamiento vía utilidades retenidas supera en importancia relativa al endeudamiento con los bancos comerciales.

42/ Al agrupar las "acciones" con los bonos en estos términos, se está implícitamente suponiendo que el 100% de estos últimos son mantenidos como activos en poder de los "no propietarios" de las empresas. No existen datos sobre este aspecto.

ros de las empresas directamente de las familias (consumidores), en relación al endeudamiento con intermediarios financieros, es significativamente más alta que en una economía de mercado con las características estructurales de la economía chilena. En cierto sentido, la ausencia efectiva de un mercado cuyo objeto de transacción es la propiedad de las empresas, tiende a ser sustituido por el mercado del crédito bancario y por el financiamiento empresarial vía reinversión de las utilidades de los propietarios directos de las empresas.

E. CONSIDERACIONES FINALES

Es interesante complementar la evidencia empírica anteriormente presentada para la estructura de financiamiento de las empresas privadas, con información acerca del destino del crédito por agente económico. A continuación se presenta evidencia empírica en relación a esto último, tanto para la economía chilena como para la norteamericana.

CUADRO XIV

ESTRUCTURA DE LA DEMANDA AGREGADA POR CREDITO BANCARIO EN CHILE
(Porcentajes)

AÑO	EMPRESAS NO FINANCIERAS	INDIVIDUOS
1979	88,3	11,7
1980	84,9	15,1
1981	79,9	20,1
1982	85,3	14,7
1983	86,9	13,1
1984	86,8	13,2
1985	86,3	13,7

Notas: 1. Se excluye la "cartera vendida" al Banco Central (lo cual es pertinente a partir de 1982). Ello *subestima* la participación relativa efectiva del Sector Empresas (y sobreestima la de los Individuos). En efecto, y a modo de ejemplo, al 31 de agosto de 1986, del stock total de la cartera vendida al Banco Central, un 98,2% corresponde a colocaciones destinadas a empresas no financieras.
 2. Se excluyen las colocaciones contingentes y las colocaciones al subsector "establecimientos financieros" (colocaciones entre intermediarios financieros).
 3. Para los años 1979 a 1983, las cifras están referidas al mes de diciembre. Para 1984 y 1985, corresponden a stocks a noviembre (no se dispone de saldos a diciembre).

Fuente: A base de cifras que aparecen en cuadro "Destino de las Colocaciones por Actividad Económica", *Información Financiera*, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (varios números). Véase también Cuadro VIII (en este trabajo).

El Cuadro XIV presenta la información acerca de cómo se distribuyen el total de colocaciones de los intermediarios financieros en Chile al sector no financiero de la economía, entre empresas (actividades productivas) y personas^{43/}. Los préstamos a individuos incluyen tanto préstamos de consumo como préstamos en letras de crédito para la vivienda^{44/}. El Cuadro XV presenta la información correspondiente para la economía de los Estados Unidos.

43/ Los porcentajes están calculados sobre la base de las cifras de balances al 31 de diciembre de cada año, que envían las instituciones financieras a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

44/ No existe información estadística agregada que permita separar adecuadamente ambos tipos de préstamos, sino a partir de 1983. En dicho año, el porcentaje de 13,1% de préstamos a individuos que aparece en el Cuadro XIV se reparte en un 9,8% para las letras de crédito para la vivienda y sólo un 3,3% equivale a préstamos de consumo.

CUADRO XV

ESTRUCTURA DE LA DEMANDA AGREGADA POR CREDITO TOTAL EN ESTADOS UNIDOS
(Porcentajes)

AÑO	EMPRESAS NO FINANCIERAS	INDIVIDUOS	STATE AND LOCAL GOVERNMENTS
1976	40,0	52,4	7,6
1977	41,8	53,6	4,6
1978	40,3	54,5	5,2
1979	43,5	51,5	5,0
1980	48,2	45,2	6,6
1981	55,7	41,9	2,4
1982	50,9	38,2	10,9
1983	35,3	54,0	10,7
1984	47,1	44,8	8,1

Nota: La suma de estos tres sectores, más el Gobierno Central (no incluido en el Cuadro XV), da el total de endeudamiento de los agentes internos no financieros en los Estados Unidos.

Fuente: A base de cifras que aparecen en *Economic Report of the President* (Table B-69), February 1986, Washington D.C. (United States Government Printing Office).

De acuerdo a los antecedentes que se proporcionan en el Cuadro XIV, más del 80% de los préstamos otorgados por el Sector Financiero corresponden a crédito al sector Empresas. Nótese que, de acuerdo a lo que aparece en el Cuadro XV, este sesgo sistemático (estructural) en la composición de la demanda agregada por crédito que se presenta en Chile, no es el caso de una economía desarrollada como la de Estados Unidos, economía en la cual las participaciones relativas de las empresas y familias en el endeudamiento agregado del sector no financiero interno, no son significativamente distintas.

Si lo anterior se considera conjuntamente con las características de la estructura de pasivo de las empresas privadas chilenas (Cuadro XIII), se puede concluir que —a la luz de la evidencia chilena— en una economía de mercado compuesta preferentemente por empresas de tipo familiar, la demanda agregada de crédito por parte del sector privado corresponde fundamentalmente a la demanda por parte del sector productivo (productores) y, a su vez, la fuente principal proveedora de dichos recursos —externa al sector productivo— la constituyen los intermediarios financieros. Como contrapartida, en el agregado de la economía, las decisiones de endeudamiento por parte de los consumidores tenderán a ser de escasa relevancia en términos de su impacto cuantitativo global en el mercado del crédito privado.

Resumiendo, tomando la evidencia empírica presentada en su conjunto, es posible concluir que en una economía como la chilena, el agente económico “Familias” (y, por ende, el “consumidor”) es empíricamente irrelevante tanto como oferente y como demandante de crédito en la economía.

Desde un punto de vista teórico, lo anterior tiene importantes implicancias en términos de cómo modelar las decisiones financieras y la forma de conectar el sector financiero con el sector real, en un modelo macroeconómico pertinente para una economía de mercado con las características estructurales de la economía chilena. En efecto, tradicionalmente, los modelos macroeconómicos^{45/} han (sobre) enfatizado el crédito de consumo, introduciendo formalmente “opor-

45/ En particular, aquellos consistentes con el enfoque contemporáneo de “equilibrio general”.

tunidades intertemporales” sólo para los consumidores. Si bien ello puede ser empíricamente relevante para economías como la de Estados Unidos —en las cuales es conceptualmente equivalente el crédito a individuos o a empresas— no lo es para economías con características estructurales como la economía chilena. Desde este punto de vista, la modelación explícita de “oportunidades intertemporales” para las firmas (empresas familiares) se torna en un aspecto central para un modelo teórico orientado a representar el comportamiento agregado del sector privado en una economía como la chilena y, al mismo tiempo, pierden importancia relativa las decisiones intertemporales vinculadas al consumo. Finalmente, y puesto que —aparte del financiamiento intraempresas— el crédito privado (productivo y total) es prácticamente sinónimo de crédito *banckario* en Chile (no así en economías como la de Estados Unidos), la modelación explícita del comportamiento de los bancos comerciales surge también como otro ingrediente analítico esencial para un modelo macroeconómico relevante para interpretar economías con características estructurales como las de la economía chilena.

TITULOS PUBLICADOS DE LA SERIE DE ESTUDIOS ECONOMICOS

<i>No</i>	<i>Título</i>	<i>Autor(es)</i>
1.	Incidencia de la inflación externa en el índice de precios al consumidor en Chile. 1981.	Wally Meza San Martín
2.	Algunas reflexiones acerca del proceso de apertura financiera en Chile. 1981.	Francisco Rosende R.
3.	El patrón de fijación cambiaria: una aproximación empírica. 1981.	Hugo Albornoz P.
4.	Algunos antecedentes básicos sobre la evolución de las importaciones de bienes de capital durante el período 1977-1980. 1981.	Juan C. Corral Wally Meza San Martín
5.	Evolución de la política cambiaria en el período 1973-1980. 1981.	Wally Meza San Martín
6.	Elementos acerca de la determinación del tipo de cambio efectivo. 1981.	Francisco Rosende R.
7.	Empleo generado por las exportaciones: Chile 1973-1979. 1981.	Verónica Urzúa T.
8.	Política monetaria y tasas de interés: una aproximación empírica. 1981.	Roberto Toso C.
9.	Evolución de la actividad textil, período 1969-1980. 1981.	Manuel Torres Aguirre Guillermo Jorquera Figueira
10.	El mercado del azúcar. 1982.	
11.	Números índices de comercio exterior: metodología utilizada para la elaboración de los índices de valor unitario y quántum de importaciones y exportaciones. 1982.	Wally Meza San Martín Francisco Pizarro B.
12.	Antecedentes sobre la evolución de la industria automotriz. 1982.	Carlos Godoy Vera
13.	Algunas consideraciones acerca de tasas de interés internacionales. 1982.	Iván Porras P.
14.	Reflexiones sobre apertura financiera. El caso chileno. 1982.	Mario Gutiérrez Urrutia
15.	Política fiscal y cambiaria en economías inflacionarias: consideraciones sobre la experiencia chilena. 1982.	Sergio de la Cuadra F. Francisco Rosende R.
16.	Evolución de la política arancelaria: años 1973-1981. 1982.	Cecilia Torres Rojas
17.	Medición del desarrollo financiero chileno (1975-1980). 1982.	Pedro Pablo Vergara B. José Miguel Yrarrázaval E.

<i>No</i>	<i>Título</i>	<i>Autor(es)</i>
18.	Ahorro y crecimiento económico en Chile: una visión del proceso desde 1960 a 1981 y proyecciones de mediano plazo. 1983.	Mario Gutiérrez Urrutia
19.	El tipo de cambio fijo en Chile: la experiencia en el período 1979-1982. 1983.	Roberto Toso C.
20.	Ánálisis de la economía mundial durante 1982 y perspectiva para 1983. 1983.	Daniel Fanta de la V. Raimundo Monge Z.
21.	La crisis económica de la década del 30 en Chile: lecciones de una experiencia. 1983.	Roberto Toso C. Alvaro Feller S.
22.	Fluctuaciones de corto plazo de ingresos nominal y real: Comentarios del modelo monetarista de Emil-Maria Claassen. 1983.	Eduardo García de la Sierra
23.	El modelo logístico. 1984.	Leonidas Espina Marconi
24.	Costo Real del Crédito en 1984. 1985.	Ignacio Valenzuela Cornejo
25.	Tipo de Cambio y Salarios Reales: Consideraciones sobre el caso chileno. 1985.	Francisco Rosende R.
26.	Ajuste estructural en el sector industrial chileno: una revisión del proceso en el período 1980-1985 (I Semestre). 1986.	Mario Gutiérrez U.
27.	Demanda dinámica por trabajo. 1986.	Patricio Rojas R.
28.	Indicador mensual de actividad económica (IMACEC); metodología y serie 1982-1986. 1986.	José Venegas M.