

ESTRATEGIA DE MERCADO SEGUIDA POR LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN CHILE: EFECTO EN EL RENDIMIENTO Y LA RENTABILIDAD¹

ALEX MEDINA GIACOMOZZI, Ph. D.*

Profesor asociado, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad del Bío-Bío, Chile.
alex@ubiobio.cl

MIGUEL HERNÁNDEZ MORALES

Investigador asistente, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad del Bío-Bío, Chile.
miherna@ubiobio.cl

Fecha de recepción: 17-03-2010

Fecha de corrección: 06-01-2011

Fecha de aceptación: 04-04-2011

RESUMEN

La relación entre estrategia de crecimiento corporativo (diversificación versus concentración) y resultado corporativo es la cuestión que quizá haya atraído la mayor atención en investigación en dirección estratégica, pero en donde hay evidencias dispares y no concluyentes, por lo que este artículo se centra en aportar nuevos antecedentes a esta discusión, comparando qué estrategia de crecimiento presenta mejor rendimiento y rentabilidad, para lo cual el estudio se centró en el análisis de 38 grupos económicos chilenos, seleccionados mediante muestreo aleatorio simple. El principal resultado obtenido de la investigación es que los grupos económicos concentrados obtienen una mayor rentabilidad y rendimiento, en comparación con los grupos diversificados, pero con una mayor dispersión de su resultado.

PALABRAS CLAVE

Diversificación, concentración, rendimiento, rentabilidad, grupo económico.

Clasificación JEL: M19

¹ Investigación financiada por el Departamento de Gestión Empresarial, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad del Bío-Bío, Chile. Este artículo es el resultado del trabajo en curso sobre estrategias corporativas de empresas chilenas. Los autores pertenecen al Grupo de Investigación en Estrategia Empresarial, afiliado a la Universidad del Bío-Bío, Chile.

* Autor para correspondencia. Dirigir correspondencia a: Universidad del Bío-Bío, Casilla 447, Chillán, Chile.

ABSTRACT

Market strategy of economic groups in Chile: effects on performance and profitability

The relationship between corporate growth strategy (diversification versus concentration) and corporate profit is the issue that has probably garnered most attention in the field of research on strategic management, but it is also one where evidence is disparate and inconclusive. Hence, this article focuses on providing a new background to this discussion, by making a comparison to determine which growth strategy yields better performance and profitability. To this end, the study concentrated on the analysis of 38 Chilean economic groups selected by simple random sampling. The main result of this research study is that concentrated economic groups achieve increased profitability and performance as compared with diversified groups, but have a greater variation in their profit.

KEYWORDS

Diversification, concentration, performance, profitability, economic group.

RESUMO

Estratégia de mercado seguida pelos grupos econômicos no Chile: efeito sobre o rendimento e rentabilidade

A relação entre a estratégia de crescimento corporativo (diversificação por oposição a concentração) e o resultado corporativo é a questão que poderá ter atraído a maior atenção na investigação em gestão estratégica, mas onde existem evidências díspares e inconclusivas, pelo que este artigo se concentra em fornecer novos dados para esta discussão, comparando qual a estratégia de crescimento apresenta melhor rendimento e rentabilidade, para o qual o estudo se concentrou na análise de 38 grupos econômicos do Chile, selecionados por amostragem aleatória simples. O principal resultado obtido desta investigação é que os grupos econômicos concentrados obtêm uma maior rentabilidade e produtividade quando comparado aos grupos diversificados, mas com uma maior dispersão de seus resultados.

PALAVRAS-CHAVE

Diversificação, concentração, rendimento, rentabilidade, grupo econômico.

INTRODUCCIÓN

En dirección estratégica uno de los temas que ha tenido mayor interés es el estudio de la relación entre las estrategias de crecimiento corporativo de mercado y los resultados empresariales, en donde las evidencias obtenidas han sido muy diversas, por lo que el objetivo de esta investigación es aportar mayores antecedentes sobre la relación entre las estrategias de concentración o diversificación y el rendimiento y rentabilidad, tomando como universo de análisis a los grupos económicos chilenos.

La investigación se centró en el análisis de 38 grupos económicos chilenos, seleccionados mediante muestreo aleatorio simple, determinando para cada uno de ellos la estrategia corporativa de crecimiento de mercado utilizada, como también el rendimiento sobre la inversión y rentabilidad sobre el capital, para, posteriormente, comparar la incidencia de la diversificación o concentración sobre el resultado de cada grupo económico. El principal resultado obtenido de la investigación es que los grupos económicos concentrados obtienen una mayor rentabilidad y rendimiento en comparación con los grupos diversificados, pero con una mayor dispersión de su resultado.

Este documento parte con una exposición de los conceptos fundamentales asociados a la estrategia corporativa de crecimiento de mercado, continuando con un análisis de las principales aportaciones que importantes investigadores han realizado sobre este tema y, posteriormente, con la explicación de la metodología utilizada en la investigación de los grupos económicos y seguidamente una ex-

posición detallada de las evidencias encontradas, para cerrar con las principales conclusiones obtenidas.

I. MARCO CONCEPTUAL

Toda actividad económica desarrollada por una empresa implica tomar decisiones estratégicas que como corporación le permitan aprovechar adecuadamente las oportunidades de mercado, buscando satisfacer las necesidades de los consumidores para así lograr obtener o incrementar su valor económico.

Aprovechar las oportunidades de mercado implica decidir, entre otras, sobre la estrategia de crecimiento a seguir, es decir, optar por una estrategia de concentración, ya sea especialista o integrada o por una estrategia de diversificación, ya sea relacionada o no relacionada (Medina, Sepúlveda y Rojas, 2009), que le permita a la organización incrementar sus resultados.

Es este un aspecto no menor y que va al centro del quehacer de la dirección estratégica de la compañía (Bowen y Wiersema, 2005; Miller, 2006), en la medida en que la estrategia seleccionada permita a la empresa aumentar su resultado, se estará en una posición competitiva muy favorable, por lo que resulta muy interesante profundizar en el efecto que puede tener sobre el resultado de la compañía (y la rentabilidad en particular) la estrategia de crecimiento adoptada por ésta.

En este sentido, la relación entre diversificación y resultados es la cuestión que quizá haya atraído la mayor atención en investigación en dirección estratégica, pero en donde sus resultados son diversos (Boyd,

Gove y Hitt, 2005; Forcadell, 2007; Gary, 2005; Huerta, Navas y Almodóvar, 2009; Lozano, 2004; Martínez y Fernández, 2008, 2009; Pehrsson, 2006; Ramanujan y Varadarajan, 1989; Xiao y Greenwood, 2004).

Dado lo anterior y como lo plantea Osorio (2009), la relación entre estrategia de crecimiento de mercado y resultados es relevante y presenta contradicciones notables, lo cual hace muy interesante seguir abordando este tema. Por lo tanto, surge un gran interrogante: ¿existen diferencias significativas entre la estrategia de crecimiento de mercado adoptadas por las empresas y la rentabilidad obtenida por estas? Si bien muchos investigadores han buscado la respuesta a esta inquietud, aún persisten muchas incógnitas al respecto.

Aunque hay una gran diversidad de investigaciones en el tema de la relación entre la estrategia de crecimiento de mercado y resultados empresariales, un aporte muy relevante en el análisis teórico de esta relación es lo realizado por Osorio (2009), quien expone con detalle los trabajos de los últimos cuarenta años sobre este tema. En general, las investigaciones realizadas se han enmarcado en dos áreas de interés (Osorio, 2009), por un lado en el grado de diversificación y en el tipo de diversificación (relacionada o no relacionada).

Al revisar lo publicado en cuanto a las estrategias de diversificación y su relación con la rentabilidad de la empresa, aparece lo expuesto por Penrose (1959), quien da prioridad a la diversificación relacionada frente a la no relacionada. Otros encuentran una relación positiva entre el grado de diversificación y los resultados

(Miller, 2006; Pehrsson, 2006; Robins y Wiersema, 1995; Villalonga, 2004). En cambio, otros estudios indican que la relación es negativa, tal como lo expuesto por Rhoades (1974), Rajan, Servaes y Zingales (2000), Hill y Hansen (1991), Hoskisson, Hitt, Johnson y Moesel (1993).

Por su parte, otros autores no encuentran relación entre estas variables (Palich, Cardinal y Miller, 2000; Tallman y Li, 1996) y para Chakrabarti, Kulwant y Mahmood (2007) el efecto de la diversificación sobre los resultados es inestable.

En general, los trabajos que analizan la influencia de las estrategias de diversificación sobre los resultados muestran la superioridad de la diversificación relacionada sobre la no relacionada (Berry, 1971; Bettis, 1981; Christensen y Montgomery, 1981; Grinyer, Yasai-Ardekani y Al-Bazzaz, 1980; Markides y Williamson, 1994; Rumelt, 1974, 1982; Singh, 2010), dado que permite explotar sinergias necesarias para que la estrategia de diversificación tenga éxito (Davis y Thomas, 1993).

Sin embargo, otros trabajos no hallan diferencias significativas entre estrategias (Amit y Livnat, 1988; Bettis y Hall, 1982; Hoskisson y Hitt, 1990; Lubatkin, 1987; Suárez, 1994), o encuentran la diversificación no relacionada superior (Michel y Shaked, 1984).

En lo que respecta a investigaciones realizadas para países latinoamericanos, hay muy poca evidencia al respecto, ya que la mayoría de los trabajos se enmarcan en Estados Unidos o Europa. Sin embargo, se puede citar el aporte de Ruiz-Porrás

y Steinwascher (2008) quienes hicieron una investigación sobre el gobierno corporativo y su relación con la diversificación y desempeño para el caso de México. También es destacable lo realizado por Medina *et al.* (2009) sobre las estrategias de crecimiento de los grupos económicos chilenos.

Para Ramanujan y Varadarajan (1989), una explicación a la falta de resultados concluyentes en la literatura se encuentra en que la mayoría de los trabajos son transversales, por lo que sufren de la incapacidad de determinar la verdadera relación causal entre diversificación y resultados.

Al contrastar los resultados de la estrategia de concentración con la estrategia de diversificación surge lo planteado por Xiao y Greenwood (2004), quienes consideran que no se puede establecer cabalmente una relación clara entre estrategia corporativa y los resultados empresariales, por lo que tampoco se puede evidenciar la relación que pueda existir entre los factores del rendimiento y la rentabilidad con la estrategia corporativa.

En síntesis, de la heterogeneidad de resultados que se dan sobre este importante tema y siguiendo a Osorio (2009), éstos pueden deberse a dos aspectos que influyen significativamente sobre las evidencias encontradas. Por un lado, a las múltiples perspectivas sobre estrategia de crecimiento de mercado, que parten de supuestos muy diferentes (Hoskisson y Hitt, 1990) y de diversas formas de conceptualizar la diversificación (Markides y Williamson, 1996), por lo que esta falta de marco teórico común puede afectar la forma de clasificar la estrategia de crecimiento y su relación con los resultados.

El otro aspecto está referido a la medición del resultado, que si bien no es preponderante, según lo expuesto por Osorio (2009), puede influir dependiendo de si se utilizan medidas de rentabilidad en términos contables o de mercado.

De lo expresado anteriormente es notorio que hay una variedad de investigaciones que muestran resultados contrapuestos entre la estrategia de crecimiento adoptada por la empresa y el resultado obtenido con la respectiva estrategia utilizada, lo que hace muy llamativo seguir investigando en este importante tema.

En este sentido, al investigar las estrategias utilizadas por los grupos económicos chilenos se han obtenido una serie de evidencias muy interesantes, por lo que el objetivo de este artículo es exponer los resultados alcanzados a la fecha en esta investigación, particularmente en lo que respecta a la relación que pueda existir entre la estrategia de crecimiento y el rendimiento y rentabilidad obtenidos por los grupos económicos chilenos.

2. METODOLOGÍA

A partir del registro oficial de grupos económicos llevado por la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, a junio de 2008, se identificaron 142 grupos, a partir de los cuales se realizó un muestreo aleatorio simple con un nivel de confianza de un 90% y un error muestral de 10%.

Finalmente, se incluyeron 46 grupos económicos en la investigación y la elección del grupo en particular se hizo mediante selección aleatoria. También se consideró que estos grupos dispusieran de la información

necesaria para realizar la investigación, por lo que la cantidad final de grupos incluidos en la investigación descendió a 38 (ver en Anexo 2 el listado de grupos económicos incluidos en la investigación). Es importante indicar que la investigación abarcó desde el año 2004 hasta el 2008.

Para identificar en cada uno de los grupos económicos incluidos en la investigación la estrategia de crecimiento corporativo de mercado utilizada, se aplicó la matriz expuesta por Medina *et al.* (2009) y que se muestra en la Tabla 1.

A partir de la Tabla 1 se analizó a cada grupo económico clasificándolo como grupo diversificado o concentrado. Se debe aclarar que, si bien existen grupos que poseen empresas en más de un sector industrial, estas empresas complementan la actividad principal del grupo, entregando financiamiento, inversiones u otros servicios complementarios, por lo cual se consideró a estos grupos como concentrados.

En lo que respecta a la rentabilidad (González, 2010; Jiménez, García-Ayuso y Sierra, 2002; Massons, 2002),

ésta puede ser entendida como el resultado de la gestión de los recursos económicos (rendimiento o rentabilidad económica) y de la incidencia en la misma de la gestión financiera de la entidad (rentabilidad o rentabilidad financiera). Por lo tanto, para el análisis del rendimiento y la rentabilidad, se utilizaron los estados financieros consolidados (Balance General y Estado de Resultado) de la matriz de cada uno de los grupos económicos incluidos en la investigación, los cuales fueron debidamente homologados desde la fecha de cada uno de los estados financieros hasta septiembre 2009, de acuerdo con la variación en el índice de precios al consumidor (IPC) de Chile, según lo planteado por Massons y García (1988).

Para determinar los elementos que integran el rendimiento y la rentabilidad fue necesario adecuar el estado de resultado consolidado (ver Tabla 2) de cada uno de los grupos económicos incluidos en la investigación, por tanto, el beneficio antes de intereses e impuestos (*BAIT*) total se formó a partir de la unión del *BAIT* operacional (*BAIT_{op}*) y el beneficio no operacional (*B_{no}*).²

Tabla 1. Clasificación de las estrategias de crecimiento de mercado

Diversificación		Concentración	
Relacionada	No relacionada	Especialista	Integrada
Presencia de dos o más sectores industriales con algún grado de relación entre ellos	Presencia en más de dos sectores industriales sin relación entre ellos	Presencia en sólo un sector industrial, sin complementos	Presencia en un sector industrial preponderante, sumando actividades dentro de la cadena de valor del sector

Fuente: De "Estrategias corporativas de crecimiento de los grupos económicos en Chile", de A. Medina, E. Sepúlveda y S. Rojas, 2009, *Estudios Gerenciales*, 25(113), p. 45. Recuperado de http://dspace.icesi.edu.co/dspace/bitstream/item/2120/1/2.%20Alex_%20Medina_Estrategias_corporativas.pdf

² Este beneficio no operacional excluye los gastos financieros, la corrección monetaria y el impuesto a las utilidades.

Tabla 2. Estado de resultado para análisis de la rentabilidad

Ingresos de explotación (+)	V
Costos de explotación (-)	CV
Margen de contribución (=)	MC
Gastos fijos de operación (-)	GFO
Resultado de explotación (=)	BAITop
Resultados no operacionales (±)	Bno
Beneficio antes de intereses e impuestos (=)	BAIT
Gastos financieros (-)	GF
Beneficio antes de corrección monetaria (=)	BACM
Corrección monetaria (±)	CM
Beneficio antes de impuesto a las utilidades (=)	BAT
Impuesto a la utilidad (-)	IU
Beneficio del ejercicio (=)	BDT
Interés minoritario (-)	IM
Beneficio después de interés minoritario	BDIM

Fuente: Elaboración propia.

Una vez ordenado el Estado de Resultado se determinó el rendimiento total (Rd_t), el cual se desagregó en rendimiento operativo (Rd_{op}) y en rendimiento generado por el resultado no operacional (Rd_{no}), tal como se muestra en la Ecuación 1.

$$Rd_t = Rd_{op} + Rd_{no} \quad (1)$$

Ahora, al desagregar el rendimiento de la Ecuación 1, incorporando el BAIT y el activo total (AT), se obtiene la Ecuación 2, que fue utilizada para determinar el rendimiento para cada uno de los años en cada uno de los grupos económicos incluidos en la muestra.

$$\frac{BAIT_t}{AT} = \left(\frac{BAIT_{op}}{AT} \right) + \left(\frac{B_{no}}{AT} \right) \quad (2)$$

En lo que respecta a la rentabilidad (Rt) y de acuerdo con lo expuesto por Massons (2002), ésta está integrada por el rendimiento total, el apalancamiento (Ap), la corrección monetaria (CM) y el impuesto a las utilidades (IU) y que se refleja en la Ecuación 3:

$$Rt = Rd_t \times Ap \times CM \times IU \quad (3)$$

Si se considera que el apalancamiento está compuesto por el Leverage (L) y el costo de la deuda (CD) y al incorporarlos a la Ecuación 3 e integrando en ésta la Ecuación 1, se llega a la Ecuación 4:

$$Rt = (Rd_{op} + Rd_{no}) (L \times CD) (CM \times IU) \quad (4)$$

Por último, al descomponer cada una de las partidas que integran la rentabilidad de la Ecuación 4, se tiene la Ecuación 5, que se utilizó para determinar la rentabilidad y sus componentes para cada uno de los grupos económicos incluidos en la investigación y calculada para cada uno de los años objeto de estudio.

$$Rt = \left(\left(\frac{BAIT_{op}}{AT} \right) + \left(\frac{B_{no}}{AT} \right) \right) \left(\frac{AT}{FP} \right) \left(\frac{BACM}{BAIT_t} \right) \left(\frac{BAT}{BACM} \right) \left(\frac{BATBDT}{BAT} \right) \quad (5)$$

Un aspecto que hubo que considerar es que los valores que se desprenden de los elementos de la rentabilidad son generalmente positivos en casos normales, es decir, al no existir una pérdida en alguna partida del estado de resultado (obviando las partidas que por su naturaleza son negativas), pero hay que distinguir que esto no ocurrió en todos los grupos económicos ya que se presentaron algunas

eventualidades en algunos de ellos que generaban efectos erróneos y que fue necesario ajustar.

Las eventualidades generaban un problema en el análisis individual del indicador, pero no en la ecuación global de la rentabilidad, por lo que en el análisis de los resultados de la rentabilidad de cada uno de los grupos económicos, se consideraron los planteamientos expuestos en el Anexo 1.

Una vez obtenido el rendimiento y rentabilidad para cada año y por cada grupo económico, se analizó cada una de estas variables de acuerdo con la estrategia de crecimiento adoptada por el grupo económico, clasificando los resultados con base en la estrategia de crecimiento (concentración o diversificación) adoptada por cada uno de los grupos económicos, en cada uno de los años estudiados.

3. RESULTADOS

A partir de la clasificación de los grupos económicos entre grupos diversificados y concentrados, se tiene que, tal como se muestra en la Tabla 3, los grupos concentrados presentan en el período estudiado una mayor rentabilidad que los grupos diversificados, pero en donde la desviación estándar de estos últimos es menor al compararla con los grupos concentrados.

Tabla 3. Rentabilidad de los grupos económicos

	Diversificados	Concentrados
Media	14,80%	18,63%
Desv. Estándar	0,0866	0,1902

Fuente: Elaboración propia.

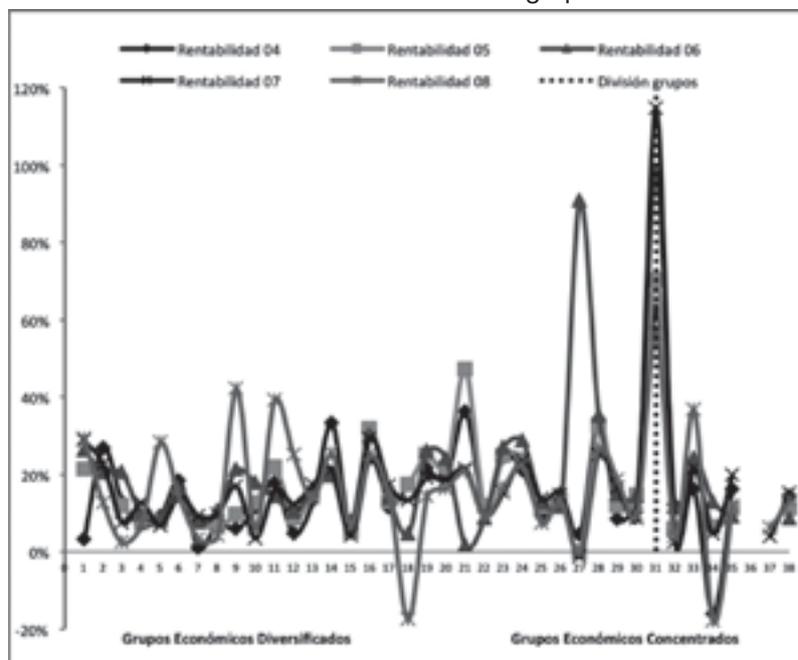
Los resultados obtenidos son muy significativos e indican con cierta

claridad que la estrategia de concentración presenta una rentabilidad media superior a la estrategia de diversificación, pero con una mayor dispersión de sus resultados, en el caso de los grupos económicos chilenos, lo cual ratifica la discusión y falta de acuerdo que existe en cuanto a qué estrategia de crecimiento genera mejores resultados, en donde esta investigación demuestra, en el caso de las entidades investigadas, que con la estrategia de concentración se obtiene una mayor rentabilidad que con la estrategia de diversificación, lo cual está en línea con lo establecido por Hill y Hansen (1991) o Hoskisson *et al.* (1993).

Ahora, al analizar la evolución de la rentabilidad por cada grupo económico y en cada uno de los años (ver Gráfico 1), en donde en el eje vertical está reflejado para cada grupo económico su rentabilidad y en el horizontal se da a conocer de manera ordenada los grupos económicos (ver Anexo 2), siendo los primeros catorce grupos diversificados y los siguientes los que poseen la estrategia de concentración.

Desde una perspectiva general se puede afirmar que los grupos concentrados poseen una rentabilidad superior a los grupos diversificados, aunque la media de los grupos concentrados se afecta claramente por los valores extremos que presentan algunos grupos analizados, particularmente el N° 31 (Grupo Pacífico V Región S.A.) ya que esto genera que la rentabilidad de estos grupos se muestre de manera excesiva en la media de los grupos concentrados. Asimismo, existen diferencias significativas entre la variabilidad (ver desviación

Gráfico 1. Evolución de la rentabilidad de los grupos económicos



Fuente: Elaboración propia.

estándar) de los datos para los grupos concentrados y diversificados.

En lo que respecta al rendimiento de los grupos económicos, tal como se expone en la Tabla 4, la media de rendimiento de los grupos concentrados es superior a la media de rendimiento de los grupos diversificados. Al igual que en la rentabilidad, al analizar la media del rendimiento de los grupos económicos, se tiene que la mayor dispersión de rendimiento está en los grupos concentrados, en comparación con los diversificados.

Tabla 4. Rendimiento de los grupos económicos

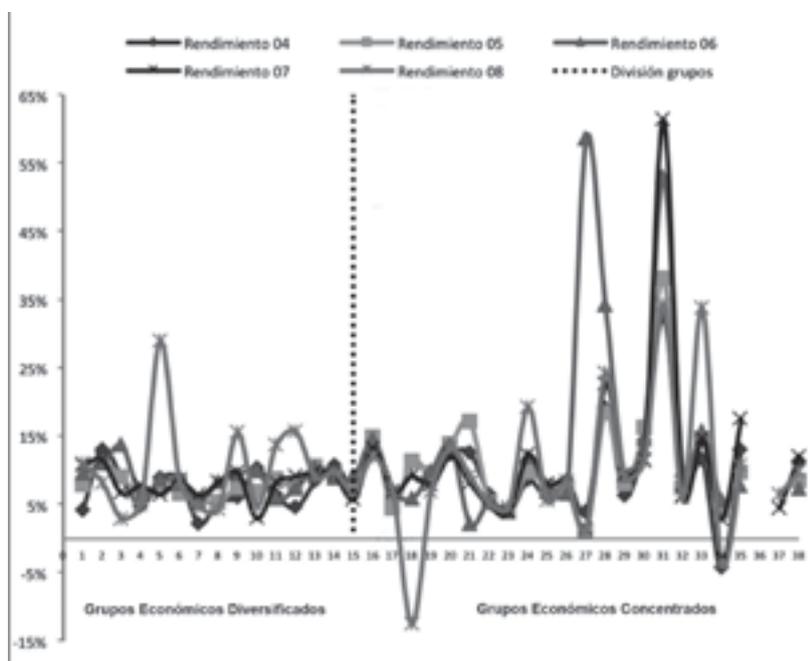
	Diversificados	Concentrados
Media	8,51%	11,36%
Desv. Estándar	0,0372	0,1075

Fuente: Elaboración propia.

En lo que respecta a la evolución del rendimiento de los grupos económicos (ver Gráfico 2), se tiene que estos presentan una variabilidad significativa en cada uno de los años en estudio, en donde las mayores variaciones se producen en los grupos concentrados.

El Gráfico 2 deja en evidencia la superioridad (en base a la media) del rendimiento de los grupos concentrados por sobre los diversificados, lo cual es generado por la variabilidad (representado por la desviación estándar) que presentan los grupos económicos concentrados, pero aun así, este indicador permite establecer que los grupos concentrados poseen un mayor rendimiento total que los grupos diversificados.

Gráfico 2. Evolución del rendimiento total de los grupos económicos



Fuente: Elaboración propia.

Al analizar la composición de la rentabilidad (ver Tabla 5), se puede concluir que la estrategia de concentración seguida por estos grupos económicos presenta, en promedio, mejores resultados que la estrategia de diversificación, no obstante en esta última se da una menor dispersión en la media del rendimiento y rentabilidad de estos grupos.

Tabla 5. Componentes de la rentabilidad (media)

	Rentabilidad	Rendimiento	AP, CM e IU
Diversificados	14,80%	8,51%	1,74
Concentrados	18,63%	11,36%	1,64

Fuente: Elaboración propia.

En la Tabla 5 la rentabilidad se forma a partir del rendimiento y del efecto conjunto del apalancamiento

(AP), la corrección monetaria (CM) y el impuesto a las utilidades (IU), por lo que en el caso de los grupos diversificados, se parte de un rendimiento medio de 8,51%, el que se ve aumentado en un 74% para obtener la rentabilidad de un 14,80% y en el caso de los grupos concentrados, la media de rendimiento es de 11,36% la cual se ve incrementada en un 64% para la obtención de la rentabilidad de un 18,63%. Un detalle significativo de todo esto es que teniendo los grupos concentrados un mayor rendimiento, el efecto de los resultados no operacionales (AP, CM e IU) es levemente mejor para los grupos diversificados por sobre los concentrados.

Al centrar el interés en el rendimiento de los grupos económicos (ver Tabla 6), una primera mirada está

Tabla 6. Composición del rendimiento total

	Rdt		Rdop		Rdno	
	G DIV	G CON	G DIV	G CON	G DIV	G CON
Media	8,51%	11,36%	6,01%	9,94%	2,50%	1,42%
Desviación estándar	0,0372	0,1075	0,0355	0,1107	0,0435	0,0803
Participación (%)			70,68%	87,49%	29,32%	12,51%

Fuente: Elaboración propia.

dada en la composición de este rendimiento, en donde claramente hay preeminencia del rendimiento de la operación por sobre el rendimiento no operacional, ya sea diversificado o no el grupo, no obstante en los grupos concentrados la participación del rendimiento de la operación es muy superior al de los grupos diversificados.

Ahora, si se toma exclusivamente el rendimiento operacional (ver Tabla 7), es posible analizar la incidencia del margen y rotación de acuerdo con la estrategia de crecimiento seguida por estos grupos económicos.

De acuerdo con las cifras expuestas en la Tabla 7, vuelve a verse que los grupos concentrados presentan un margen y rotación superior a la de los grupos diversificados, pero en donde la dispersión de los resultados del margen y rotación es mayor en los concentrados por sobre los diversificados.

Es interesante también identificar los cinco grupos económicos que presentan mejores resultados en cuanto a rentabilidad y rendimiento (ver Tabla 8), considerando el promedio ponderado de ambos en los cinco años de estudio.

Tabla 7. Composición del rendimiento operativo

	Rotación		Margen	
	G DIV	G CON	G DIV	G CON
Media	12,71%	17,81%	62,53%	76,17%
Desviación estándar	0,0950	0,1907	0,3289	0,5214

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 8. Ranking de rendimiento y rentabilidad de grupos económicos

Rentabilidad		Rendimiento	
Grupo	%	Grupo	%
Pacífico V Región S.A.	80,37	Pacífico V Región S.A.	43,85
Invercap S.A.	30,82	Invercap S.A.	23,78
Banmédica S.A.	28,21	Santander Chile Holding S.A.	18,09
Empresas Navieras S.A.	25,54	Banmédica S.A.	13,69
Santander Chile Holding S.A.	24,18	Lafarge Chile S.A.	13,65

Fuente: Elaboración propia.

Del ranking anterior se puede establecer que en todos los casos la rentabilidad es superior al rendimiento, en donde se destaca claramente el Grupo Pacífico V Región S.A., seguido a la distancia por el Grupo Invercap S.A. Un detalle significativo es que los dos primeros grupos están ligados fuertemente al sector minero y, en el caso de Invercap, a la producción de acero. Otro hecho significativo es el caso del Grupo Banmédica S.A. el cual tiene presencia fundamentalmente en el sector salud y el Grupo Santander Chile Holding S.A. cuya actividad principal está en el sector financiero.

Para complementar lo expuesto hasta este punto, también es interesante

exponer la participación porcentual de cada grupo económico en la rentabilidad y rendimiento obtenido en cada año objeto de estudio, por lo que en la Tabla 9 se muestra un resumen de los resultados obtenidos, en donde aparece en la esquina superior izquierda de cada cuadro, la estrategia de diversificación y en la esquina inferior derecha la estrategia de concentración.

Al comparar la rentabilidad obtenida por tramos se tiene que la mayoría (85,7%) de los grupos económicos diversificados se concentran entre el segundo (0-10%) y tercer tramo (10%-20%) en el año 2004 y a partir del 2005 se produce una expansión hacia

Tabla 9. Matriz resumen

Rentabilidad financiera	60% - ∞+	0,0% 9,1%	0,0% 8,7%	0,0% 8,7%	0,0% 4,2%	0,0% 4,2%
	50%-60%					0,0% 50
	40%-50%		0,0% 4,3%			7,2% 0,0%
	30%-40%	7,1% 9,1%	0% 8,7%	0,0% 8,7%		7,2% 4,2%
	20%-30%	7,1% 18,2%	21,4% 21,7%	28,6% 21,7%	21,4% 20,8%	28,6% 16,7%
	10%-20%	35,7% 40,1%	35,7% 39,1%	50,0% 30,4%	42,9% 41,7%	21,4% 33,3%
	0%-10%	50,0% 18,2%	42,9% 13,0%	21,4% 26,1%	35,7% 25,0%	35,7% 25,0%
	-∞-0%	0,0% 4,6%	0,0% 4,3%	0,0% 4,3%	0,0% 8,3%	0,0% 12,5%
Rendimiento total	60% - ∞+				0,0% 4,2%	
	50%-60%			0,0% 8,7%		
	40%-50%					
	30%-40%	0,0% 4,6%	0,0% 4,3%	0,0% 4,3%		0,0% 8,3%
	20%-30%				0,0% 4,2%	7,2% 4,2%
	10%-20%	21,4% 36,4%	14,3% 34,8%	28,6% 26,1%	14,3% 29,2%	28,6% 20,8%
	0%-10%	78,6% 50,0%	85,7% 60,9%	71,4% 60,9%	85,7% 58,3%	64,3% 54,2%
	-∞-0	0,0% 9,1%			0,0% 4,2%	0,0% 12,5%
	2004	2005	2006	2007	2008	

el cuarto tramo (20%-30%), ya que aproximadamente un 100% de estos grupos se encuentran en estos tramos. En el caso de los grupos concentrados, su rentabilidad se distribuye en todos los tramos, con mayor incidencia del segundo al cuarto tramo.

De acuerdo con los resultados anteriores, se vislumbran claras diferencias en la rentabilidad obtenida entre los grupos concentrados y diversificados, en donde los primeros presentan en cada uno de los años una mayor dispersión de resultados a diferencia de los grupos diversificados, cuya rentabilidad está mucho más compactada.

Al analizar el rendimiento en los diferentes años estudiados se repite la concentración entre el segundo y tercer tramo por parte de los grupos diversificados y en el caso de los grupos concentrados, éstos presentan una mayor dispersión del rendimiento en cada uno de los años investigados.

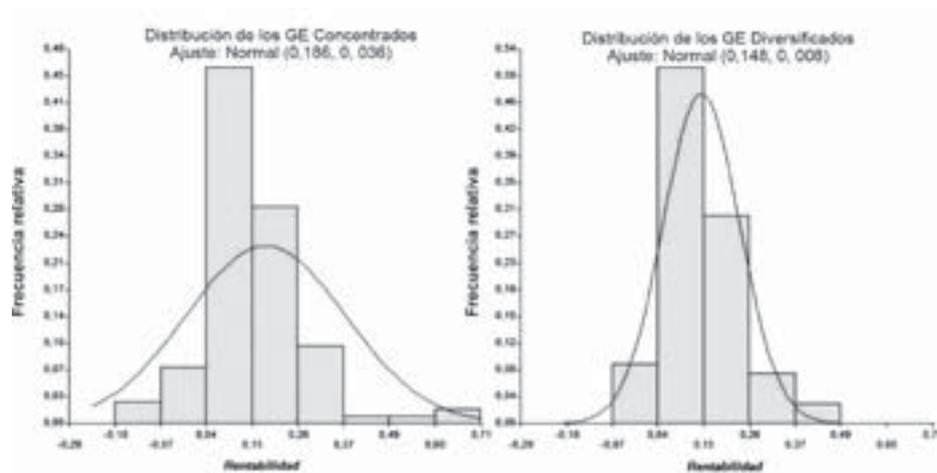
Ahora, si se ordena la información del cuadro anterior considerando la

frecuencia relativa (cantidad de grupos en la clase en relación al total) y las clases (tramos para agrupar los grupos), se llega a los Gráficos 3 y 4, en donde en la primera se presenta la distribución de la rentabilidad de los grupos económicos y en la segunda el rendimiento obtenido por estos grupos.

En estos histogramas se presenta una distribución normal (campana de Gauss) con la ubicación de los datos con respecto a la media, además en ella se presentan los parámetros muestrales que son utilizados para realizar el ajuste normal de éstos.

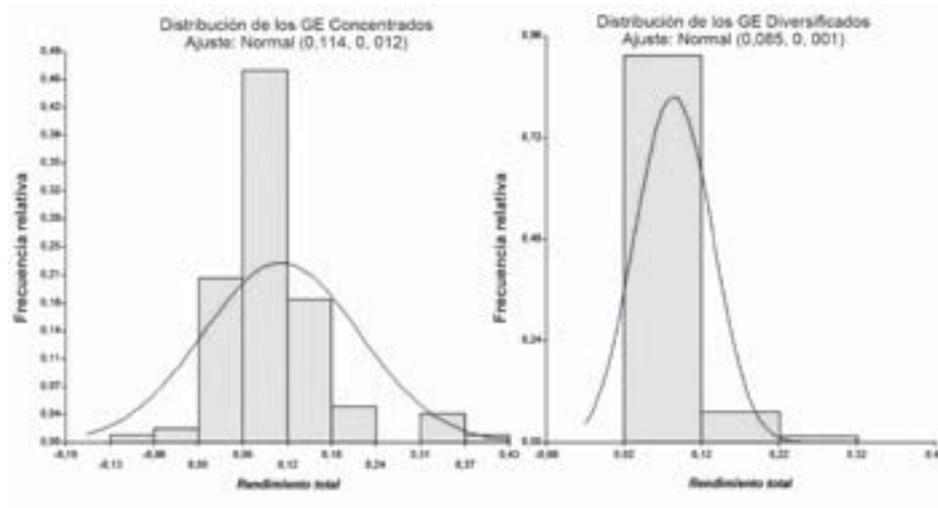
Por tanto, en el Gráfico 3 se exponen dos histogramas con la distribución de la rentabilidad de los grupos concentrados versus los diversificados. Tal como se había indicado anteriormente, la media de la rentabilidad de los grupos concentrados es de un 18,6% y la de los diversificados es de un 14,8%, en donde la campana es más aguzada en el caso de los grupos

Gráfico 3. Rentabilidad de grupos económicos



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 4. Rendimiento total de grupos económicos



Fuente: Elaboración propia.

diversificados, en comparación con los concentrados, ya que estos últimos presentan una mayor dispersión de los datos con respecto a la media en comparación con los grupos diversificados, aspecto que también es ratificado por la varianza muestral (desviación muestral estándar al cuadrado) de los grupos económicos concentrados, ya que ésta es mayor (0,036) que la de los diversificados (0,008).

En un análisis más detallado de la rentabilidad, se puede afirmar que el 45% de los grupos concentrados posee una rentabilidad entre el 4% y el 15%; y el 28% genera una rentabilidad entre el 15% y el 26%. Es significativo que alrededor del 5% de éstos posea una rentabilidad media entre el 60% y el 71% (en este tramo están Grupo Inmobiliaria Craighouse S.A. y Grupo Pacífico V Región S.A.).

En relación con los grupos diversificados, estos poseen valores bastante

similares entre ellos y, por ende, se encuentran cercanos a la media con un 52% de los grupos económicos entre el 4% y el 15% de rentabilidad. También es destacable que el 30% de los grupos diversificados generen una rentabilidad media entre el 15% y el 26%.

Ahora, en lo que respecta al rendimiento total de los grupos económicos (ver Gráfico 4), se tiene que su comportamiento es diferente según sean los grupos concentrados o diversificados, en donde el rendimiento total medio de los grupos concentrados es de 11,4% y de 8,5% para los grupos diversificados. Asimismo, se puede apreciar que los grupos concentrados poseen una mayor variabilidad que los diversificados, ya que la varianza muestral es de 0,012 para los grupos concentrados y de 0,001 en los diversificados.

Se puede establecer, con respecto a los grupos diversificados, que el 96%

posee un rendimiento total entre el 2% y el 12 %, en cambio, el 47% de los grupos concentrados tienen un rendimiento entre 6% y 12% y, además, 7% de los grupos presenta un rendimiento entre el 31% y 43% (en este rango se encuentran el grupo Inmobiliaria Craighouse S.A. y el grupo Pacífico V Región S.A.).

4. CONCLUSIONES

Un primer aspecto a destacar es que en la muestra de los 38 grupos económicos chilenos investigados, 24 de ellos desarrollaban una estrategia de concentración y el resto (14 grupos) una estrategia de diversificación, lo que es muy llamativo y denota el alto índice de concentración en un solo sector industrial de estos grupos.

En lo que respecta a la rentabilidad, es notorio que los grupos económicos concentrados mostraron una rentabilidad superior a los grupos diversificados (18,6% versus 14,8%, respectivamente), pero en donde la variabilidad (desviación estándar) de esta rentabilidad es mucho mayor en los grupos concentrados que en los grupos diversificados, lo cual hace referencia a una mayor dispersión de los resultados en los grupos concentrados en comparación con los diversificados.

Si se toma la composición de la rentabilidad, particularmente el efecto de los resultados no operacionales, se tiene que los grupos diversificados se ven beneficiados por un mayor efecto (74% versus 64%) de estos resultados no operacionales en la determinación de la rentabilidad a partir del rendimiento, en comparación con los grupos concentrados.

En cuanto al rendimiento, también los grupos económicos concentrados muestran una clara superioridad en términos de rendimiento, en comparación con los grupos diversificados (11,4% de rendimiento en los grupos concentrados versus 8,5% en los grupos diversificados), pero en donde la variabilidad de los resultados es mayor en los grupos concentrados que en los grupos diversificados.

En un análisis más detallado del rendimiento total de los grupos económicos, se puede concluir que los grupos diversificados generan el rendimiento total mediante una combinación de un 70,7% de rendimiento operacional y un 29,3% del rendimiento no operacional y en el caso de los grupos concentrados, se forma a partir de un 87,5% de rendimiento operacional y un 12,5% de rendimiento no operacional. De estos resultados es posible establecer que los grupos concentrados centran la obtención de su rendimiento en la operación principalmente, aspecto que no es tan marcado en el caso de los grupos diversificados.

También es significativo que en el caso de la composición del rendimiento de la operación, los grupos concentrados obtienen un mayor margen (17,8% versus 12,7%) y rotación (76,2% versus 62,5%) en comparación con los grupos diversificados.

En cuanto a la dispersión se tiene que ésta es mayor en los grupos concentrados que en los grupos diversificados, tanto en el caso del rendimiento como rentabilidad de los grupos económicos chilenos incluidos en la investigación.

Por último, es importante resaltar que existe una relación directa entre los resultados empresariales y el gra-

do de concentración de las actividades que realizan los grupos económicos chilenos, pero los resultados no necesariamente son definitivos, sino que es una línea de investigación que está abierta, ya que aún hay mucho por avanzar en este tema, por lo que la principal recomendación es seguir investigando sobre la relación entre las estrategias corporativas seguidas por las empresas. No obstante, hay que reconocer que una de las principales limitaciones es el tamaño del mercado empresarial en Chile, lo cual no descarta la posibilidad de seguir profundizando en el estudio de las estrategias de crecimiento corporativo y su relación con las estrategias de financiamiento y los resultados empresariales obtenidos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Amit, R. y Livnat, J. (1988). Diversification strategies, business cycles and economic performance. *Strategic Management Journal*, 9(2), 99-110.
2. Berry, C. (1971). Corporate growth and industrial diversification. *Journal of Law and Economics*, 14(2), 371-383.
3. Bettis, R. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
4. Bettis, R. y Hall, W. (1982). Diversification strategy, accounting determined risk, and accounting determined return. *The Academy of Management Journal*, 25(2), 254-264.
5. Bowen, H. y Wiersema, M. (2005). Foreign-based competition and corporate diversification strategy. *Strategic Management Journal*, 26(12), 1153-1171.
6. Boyd, B., Gove, S. y Hitt, M. (2005). Consequences of measurement problems in strategic management research: The case of Amihud y Lev. *Strategic Management Journal*, 26, 367-375.
7. Chakrabarti, A., Kulwant, S. y Mahmood, I. (2007). Diversification and performance: Evidence from East Asian Firms. *Strategic Management Journal*, 28(2), 101-120.
8. Christensen, H. y Montgomery, C. (1981). Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. *Strategic Management Journal*, 2(4), 327-343.
9. Davis, R. y Thomas, L. (1993). Direct estimation of synergy: A new approach to the diversity-performance debate. *Management Science*, 39(11), 1334-1346.
10. Forcadell, F. (2007). La Influencia de la estrategia de diversificación sobre los resultados empresariales. En *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa* (pp. 2-32). Palma de Mallorca: Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa.
11. Gary, G. (2005). Implementation strategy and performance outcomes in related diversification. *Strategic Management Journal*, 26(7), 643-664.
12. González, J. (2010). *Análisis de la empresa mediante su información económico-financiera*. Madrid: Pirámide.
13. Grinyer, P., Yasai-Ardekani, M. y Al-Bazzaz, S. (1980). Strategy, structure the environment and financial performance in 48 United Kingdom companies. *The Academy*

- of Management Journal*, 23(2), 193-220.
14. Hill, C. y Hansen, G. (1991). A longitudinal study of the causes and consequences of changes in diversification in the U.S. pharmaceutical industry 1977-1986. *Strategic Management Journal*, 12(3), 187-199.
 15. Hoskisson, R. y Hitt, M. (1990). Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, 16(2), 461-509.
 16. Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson, R. y Moesel, D. (1993). Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy. *Strategic Management Journal*, 14(3), 215-235.
 17. Huerta, P., Navas, J. y Almodóvar, P. (2009). Construcción y aplicación de una forma de medida de la diversificación empresarial. *Revista Chilena de Ingeniería*, 17(1), 42-57.
 18. Jiménez, S., García-Ayuso, M. y Sierra, G. (2002). *Análisis financiero*. Madrid: Pirámide.
 19. Lozano, M. (2004). Factores de reciente énfasis en la relación diversificación-resultados. *Estudios Gerenciales*, 90, 35-56. Recuperado de http://bibliotecadigital.icesi.edu.co/biblioteca_digital/bitstream/item/327/1/mlozano-factores_reciente-enfasis.pdf
 20. Lubatkin, M. (1987). Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8(1), 39-59.
 21. Markides, C. y Williamson, P. (1994). Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic Management Journal*, 15(special issue), 149-165.
 22. Markides, C. y Williamson, P. (1996). Corporate diversification and organizational structure: A resource-based view. *The Academy of Management Journal*, 39(2), 340-367.
 23. Martínez, A. y Fernández, R. (2008). Impacto de la estrategia de diversificación en el resultado empresarial: ¿Influye el estilo de comportamiento del CEO que diversifica? *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 17(3), 111-132.
 24. Martínez, A. y Fernández, R. (2009). ¿Qué factores determinan la decisión de diversificar?: El caso de las empresas españolas (1997-2000). *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(1), 15-28.
 25. Massons, J. (2002). *Finanzas, análisis y estrategia financiera*. Barcelona: Hispano Europea.
 26. Massons, J. y García, J. (1988). *Análisis financiero en inflación*. Barcelona: Hispano Europea.
 27. Medina, A., Sepúlveda, E. y Rojas, S. (2009). Estrategias corporativas de crecimiento de los grupos económicos en Chile. *Estudios Gerenciales*, 25(113), 37-53. Recuperado de http://dspace.icesi.edu.co/dspace/bitstream/item/2120/1/2.%20Alex_%20Medina_Estrategias_corporativas.pdf
 28. Michel, A. y Shaked, I. (1984). Does business diversification affect performance? *Financial Management*, 13(4), 18-25.
 29. Miller, D. (2006). Technological diversity, related diversification, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 15(special issue), 149-165.

- Management Journal*, 27(7), 601-619.
30. Osorio, B. (2009). Análisis teórico de la relación entre diversificación corporativa y resultados empresariales. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(2), 105-126.
 31. Palich, L., Cardinal, L. y Miller, C. (2000). Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21(2), 155-174.
 32. Pehrsson, A. (2006). Business relatedness and performance: A study of managerial perceptions. *Strategic Management Journal*, 27(3), 265-282.
 33. Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*. New York, NY: Wiley.
 34. Rajan, R., Servaes, H. y Zingales, L. (2000). The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment. *Journal of Finance*, 55(1), 35-80.
 35. Ramanujan, V. y Varadarajan, P. (1989). Research on corporate diversification: A synthesis. *Strategic Management Journal*, 10(6), 523-551.
 36. Rhoades, S. (1974). A further evaluation of the effect of diversification on industry profit performance. *Review of Economics and Statistics*, 56(4), 557-559.
 37. Robins, J. y Wiersema, M. (1995). A resource-based approach to the multibusiness firm: empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 16(4), 277-299.
 38. Ruiz-Porras, A. y Steinwascher, W. (2008). Gobierno corporativo, diversificación estratégica y desempeño empresarial en México. *Revista de Administración, Finanzas y Economía (Journal of Management, Finance and Economics)*, 2(1), 58-73.
 39. Rumelt, R. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
 40. Rumelt, R. (1982). Diversification Strategy and Profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359-369.
 41. Singh, D. (2010). Corporate diversification, TMT experience and performance. *Management International Review*, 50(1), 35-56.
 42. Suárez, I. (1994). Estrategia de diversificación y resultados de la empresa española. *Revista de Economía Aplicada*, 11(4), 103-128.
 43. Tallman, S. y Li, J. (1996). The effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms. *Academy of Management Journal*, 39(1), 179-196.
 44. Villalonga, B. (2004). Diversification discount or premium? New evidence from the Business Information Tracking Series. *Journal of Finance*, 59(2), 479-506.
 45. Xiao, S. y Greenwood, R. (2004). The effect of within-industry diversification on firm performance: Synergy creation, multi-market contact and market structuration. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1131-1153. ☼

Anexo 1. Efectos aritméticos en la determinación de la rentabilidad

- a. Relación (+/+): en este caso ambas cifras son positivas, por tanto el resultado de esta expresión es positivo y ocurre en un intervalo desde el “0” a “N+”, siendo esta la situación más normal que se puede expresar en el estado de resultado y se analiza según el signo que posea la expresión.
- b. Relación (+/-): en este caso el resultado es negativo y ocurre en un intervalo desde el “N-” a “0”, esta situación se provoca porque existe una partida negativa que aumenta con un valor positivo superior y genera un resultado positivo, por lo que al determinar el efecto de la partida positiva en la rentabilidad, indica que el efecto es negativo, lo cual es incorrecto, tal como se expone en el ejemplo siguiente:

Ejemplo A1.

(1) Resultado antes de corrección monetaria	-1.000
(2) Corrección monetaria	1.200
(3) Resultado antes de impuesto a las utilidades	200
Efecto de corrección monetaria (3) / (1)	-0,20

En el ejemplo anterior se da a conocer que existen ciertos errores entre la lógica y la aritmética, ya que se puede ver que el efecto de la corrección monetaria en la rentabilidad es negativo según el indicador, pero ese efecto no es real, porque la corrección monetaria generó una mejora en el beneficio del grupo en 1.200 unidades monetarias, por ende, para efecto de análisis, se debe interpretar la actual eventualidad como: $[1 - (\text{indicador})]$, lo cual indica que el efecto de la corrección monetaria en la rentabilidad es de 120% en relación con la base.

- c. Relación (-/+): en este caso el resultado es negativo y ocurre en un intervalo desde el “N” al “0”, y debe ser analizada como $[(\text{indicador}) - 1]$. Lo cual indica (según el Ejemplo 1) que el efecto de la corrección monetaria es de un 120% negativo (factor de -1,2) en la rentabilidad, ya que se partió de algo positivo a algo negativo y por ende el efecto que se genera es negativo.

Ejemplo A2.

(1) Resultado antes de corrección monetaria	1.000
(2) Corrección monetaria	-1.200
(3) Resultado antes de impuesto a las utilidades	-200
Efecto de corrección monetaria (3) / (1)	-0,20

d. Relación (-/-): en este caso ambas cifras son negativas, por tanto el resultado de esta expresión es positivo y de dicha expresión se puede analizar dos ámbitos de análisis, siendo estos cuando la expresión que se genera se encuentra entre 0 y 1 o cuando el indicador es mayor a la unidad.

- Relación (-/-) entre 0 - 1: en esta situación el análisis que se lleva a cabo, es mediante $[1 - (\text{indicador})]$ para determinar el efecto que tiene la partida en la rentabilidad. A modo de ejemplo se presenta la siguiente situación:

Ejemplo A3.

(1) Resultado antes de corrección monetaria	-1.000
(2) Corrección monetaria	800
(3) Resultado antes de impuesto a las utilidades	-200
Efecto de corrección monetaria (3) / (1)	0,20

El Ejemplo A3 da a conocer que el efecto de la corrección monetaria es de un 0,2; pero se puede evidenciar que la corrección monetaria no hace aumentar en un 20%, sino que la hace aumentar en su complemento y que es igual a 0,8. Por tanto, el efecto de la corrección monetaria genera un aumento de un 80% en la rentabilidad en comparación con la base.

- Relación (-/-) mayor a 1: en esta situación, el análisis se realiza mediante la expresión $[1 - (\text{indicador})]$ para determinar el efecto que tiene una partida en la rentabilidad. A continuación se muestra un ejemplo de tal situación:

Ejemplo A4.

(1) Resultado antes de corrección monetaria	-1.000
(2) Corrección monetaria	-100
(3) Resultado antes de impuesto a las utilidades	-1.100
Efecto de corrección monetaria (3) / (1)	1,10

Al realizar un análisis en base a la expresión, se puede afirmar que la corrección monetaria generó un efecto positivo sobre la rentabilidad, lo cual es incorrecto porque empeoró aún más la rentabilidad de la organización, por tanto, el efecto real que genera la corrección monetaria en la rentabilidad está asociada a generar una caída en 10% (efecto real de -0,1) en relación con la base.

En el cálculo de la rentabilidad también pueden existir situaciones en el patrimonio que afecten la interpretación de este indicador. Un caso presentado es la existencia de un patrimonio consolidado negativo del grupo económico y con pérdida consolidada del ejercicio, cuyo resultado aritmético es positivo, pero en esta situación se analizó en sentido inverso. Otra eventualidad con respecto a un patrimonio negativo es el caso de la existencia de una utilidad en el ejercicio, lo cual aritméticamente genera una rentabilidad negativa, resultado incorrecto porque el grupo generó utilidades durante el año de operación.

Anexo 2. Listado de grupos económicos incluidos en la investigación

1= DIV	Almendral S.A.
2= DIV	Antarchile S.A.
3= DIV	Cementos Bio Bio S.A.
4= DIV	Cencosud S.A.
5= DIV	Cía Chilena de Fósforos S.A.
6= DIV	Cía Electrometalúrgica S.A.
7= DIV	Distribución y Servicios D&S S.A.
8= DIV	Duncan Fox S.A.
9= DIV	Enersis S.A.
10= DIV	Minera Valparaiso S.A.
11= DIV	Norte Grande S.A.
12= DIV	Quiñenco S.A.
13= DIV	S.A.C.I. Falabella
14= DIV	Sigdo Kioppers S.A.
15= CON	AES Gener S.A.
16= CON	Banmedica S.A.
17= CON	Besalco S.A.
18= CON	Chilquinta Energía S.A.
19= CON	Cía General de Electricidad S.A.
20= CON	Empresas La Polar S.A.
21= CON	Empresas Navieras S.A.
22= CON	Empresas Tattersall S.A.
23= CON	Factorline S.A.
24= CON	Factotal S.A.
25= CON	Grupo Security S.A.
26= CON	Industrias Alimenticias Carozzi S.A.
27= CON	Inmobiliaria Craighouse S.A.
28= CON	Invercap S.A.
29= CON	Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.
30= CON	Lafarge Chile S.A.
31= CON	Pacífico V Región S.A.
32= CON	Ripley Corp. S.A.
33= CON	Santander Chileholding S.A.
34= CON	Soc de Inversiones Campos Chilenos S.A.
35= CON	Soprole S.A.
36= CON	Telmex Corp. S.A.
37= CON	Transec S.A.
38= CON	Viña Concha y Toro S.A.