

UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN

Escuela de Ciencias y Tecnología

Departamento de Gestión Empresarial



**Gobiernos Corporativos y Políticas de dividendos
en Chile: ¿Mecanismos complementarios o
sustitutos para mitigar los conflictos de agencia?**

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

Viviana J. Puentes Ormeño
Wladimir S. Ramírez Fernández

Profesor Guía

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

Los Ángeles, Agosto 2016

DEDICATORIA

A Dios Omnipotente
A mis padres. . . Humberto y Jacqueline
A mi hermana. . . Elizabeth
A mi sobrino. . . Fernando

Viviana J. Puentes Ormeño.



A mis padres. . . Lucila y Raúl
A mis abuelos. . . Lucila y Carlos
A mi hermano y a mi prima. . . Ronald y Yesenia
A mi novia. . . Catalina

Wladimir S. Ramírez Fernández

AGRADECIMIENTOS

Sería egoísta de mi parte decir que la culminación de esta etapa es mi logro, porque en el proceso existieron muchas personas que fueron partícipes y fundamentales para poder llegar hasta el término de mi carrera profesional. Personas a las cuales quiero extender mis agradecimientos, porque gracias a su comprensión y apoyo entregado en todos estos años de estudios, el proceso ha llegado a su fin con mucho éxito.

En primer lugar mi mayor gratitud es para *Dios*, quien hizo posible este anhelo de ser profesional. Dios es mi respaldo, mi fortaleza y mi alegría de cada día, en Él está puesta mi fe y mi seguridad y sé que en cada instante de todos estos años Él me sustentó y me acompañó.

“Encomienda a Jehová tus obras, Y tus pensamientos serán afirmados.”
Proverbios 16:3

Quiero agradecer a mi madre *Jacqueline* porque nunca dudo de mí, por su amor y por estar conmigo en todo momento, buscando siempre mi bienestar y mi felicidad. A mi padre *Humberto* por sus sabios consejos, por su amor y por su apoyo entregado en todos estos años. Ambos son quienes me han entregado valores y han sido el pilar fundamental en mi vida y en mis estudios. Gracias por la dedicación y el compromiso que han puesto como padres para darme lo mejor.

A mi hermana *Elizabeth* quien me alentó en cada momento de debilidad y tristeza, y a mi sobrino *Fernando* porque llena mis días de ternura y felicidad. A mi amigo *Darío*, quien me ha sustentado emocionalmente y me ha entregado su cariño y apoyo en todo este ciclo.

A mis amigos y compañeros *María José, Soledad, María Luisa, Javier y Wladimir*, quienes han hecho de esta etapa más llevadera, compartiendo momentos de alegría y de tristeza, y disfrutando juntos el éxito de cada desafío universitario. En particular quiero agradecer a mi compañero de tesis *Wladimir*, por el compromiso que ha demostrado en este proyecto y por la amistad entregada en todos estos años.

A nuestro profesor guía *Jorge A. Muñoz Mendoza*, quien ha depositado la confianza en nosotros, trabajando arduamente en este proyecto y dándonos la seguridad que siempre podemos seguir adelante. Gracias por todos estos años de aprendizaje y por la calidad de enseñanza en cada uno de sus ramos.

A la carrera de *Ingeniería Comercial de la Universidad de Concepción*, quienes me han entregado una educación de calidad y me han formado como profesional.

Viviana J. Puentes Ormeño.

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo significa un momento muy importante para mí, ya que es el final de una etapa muy bella, donde viví momentos muy alegres, lleno de sacrificios y en algunos casos de tristeza. También es el comienzo de una nueva etapa, donde espero poner en práctica todo lo que he logrado aprender y así poder enorgullecer a mi familia, amigos y a la universidad. Es por ello que quisiera agradecer a todos quienes han colaborado en esta etapa tan relevante para mí.

Agradezco a mi *Dios* que siempre me ha acompañado a lo largo de mi vida y en especial en mi etapa como estudiante.

A mis padres *Lucila y Raúl* que a pesar de no estar siempre con ellos y con los cuales he vivido momentos muy difíciles, siempre me han brindado todo su apoyo para que pudiese lograr ser un profesional. A mis abuelos *Carlos y Lucila* quienes son unos de los pilares fundamentales en mi vida, siempre inculcándome bellos valores y la motivación para que yo pudiese estudiar.

A mi prima *Yesenia* quien fue una de las personas que más ha creído y depositado su confianza en mí, le doy las gracias por apoyarme en momentos que quizás nadie lo hubiese hecho y por ayudarme a lo largo de mi etapa en la universidad.

Agradezco a mi hermano *Ronald* quien siempre ha sido mi ejemplo a seguir. Le doy gracias por apoyarme, a veces siendo como un padre, por enseñarme que a pesar de las circunstancias difíciles que la vida te ponga en el camino se puede salir adelante y ser una gran persona.

A mi novia *Catalina*, ya que sin su apoyo tanto en momentos dulces como agraces no podría haber salido adelante. Ella es el pilar fundamental en mi vida.

Agradezco a mi profesor guía *Jorge A. Muñoz Mendoza* por confiar en mí para la realización de este proyecto de tesis, así como también por entregarme los conocimientos necesarios para que pudiera convertirme en profesional. A mis amigos y compañeros de universidad *Soledad, María José, María Luisa, Javier* y en especial a mi compañera de tesis *Viviana*, con los cuales he compartido momentos muy lindos y quienes me han apoyado en la universidad. Muchas gracias por su amistad.

A la *Universidad de Concepción*, a los profesores y a todas aquellas personas que la componen, les agradezco por formarme como persona y profesional.

Wladimir S. Ramírez Fernández.

Índice general

Índice general	4
Índice de cuadros	6
1. Introducción	9
1.1. Presentación del problema	9
1.2. Objetivos de la investigación	11
1.2.1. Objetivo general	11
1.2.2. Objetivos específicos	11
1.3. Metodología	11
1.4. Datos	12
2. Revisión de Literatura	13
2.1. Conflicto de Agencia y Gobiernos Corporativos: Evidencia a Nivel Internacional.	13
2.2. Estudios empíricos y teóricos de los Gobiernos corporativos y la Política de Dividendos a nivel internacional.	14
2.3. Gobiernos Corporativos y Política de Dividendos: Evidencia en Chile.	15
3. Datos y metodologías	18
3.1. Datos	18
3.2. Variables de estudio	19
3.2.1. Variables de Control	19
3.2.2. Variables de Cumplimiento	20
3.2.3. Variables del Directorio	21
3.3. Método econométrico	21
4. Resultados empíricos	23
4.1. Análisis descriptivo	23
4.2. Análisis econométrico	24
4.2.1. Análisis de Regresión 3SLS	24

4.2.2. Análisis Probit Multinomial	27
5. Conclusiones	32
Bibliografía	34



Índice de cuadros

3.1. Categorías y Medición de Variables Relevantes	19
4.1. Estadística descriptiva para toda la muestra	24
4.2. Cuadro 3: Regresión 3SLS para el valor de la firma, política de dividendos y costos de agencia.	26
4.3. Regresión Probit multinomial para la decisión de gobierno corporativo condicionado a la política de dividendos.	29
4.4. (Continuación) Regresión Probit multinomial para la decisión de gobierno corporativo condicionado a la política de dividendos.	30



Gobiernos Corporativos y Política de Dividendos en Chile: ¿Mecanismos complementarios o sustitutos para mitigar los conflictos de agencia?

Viviana J. Puentes Ormeño

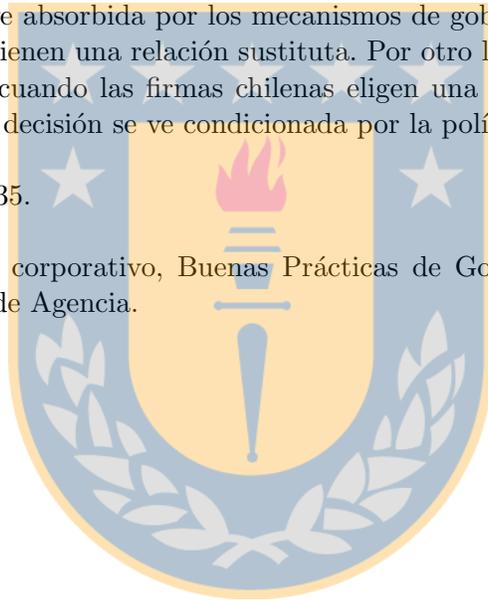
Wladimir S. Ramírez Fernández

Resumen

En este artículo analizamos la relación que la política de dividendos y los mecanismos de gobiernos corporativos tienen sobre los costos de agencia en empresas chilenas. El estudio considera una muestra de 185 empresas chilenas durante el año 2013. El análisis de las regresiones 3SLS señala que cuando las firmas chilenas incorporan buenas prácticas de gobierno corporativo recomendadas por la OECD, con el fin de controlar los conflictos de agencia, la política de dividendos se ve absorbida por los mecanismos de gobiernos corporativos, lo cual indica que estas políticas tienen una relación sustituta. Por otro lado, nuestro análisis Probit multinomial muestra que cuando las firmas chilenas eligen una de las cuatro categorías de gobierno corporativo, esta decisión se ve condicionada por la política de dividendos.

Código JEL: G32, G34, G35.

Palabras claves: Gobierno corporativo, Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, Política de Dividendos, Costos de Agencia.



Corporate Governance and Dividend Policy in Chile: *Mechanisms complementary or Substitute to the agency problem?*

Viviana J. Puentes Ormeño Wladimir S. Ramírez Fernández

Abstract

This article analyzes the relationship that the dividend policy and corporate governance mechanisms have on agency costs in Chilean companies. The study considers a sample of 185 Chilean companies during 2013. The analyzes and 3SLS regressions indicate that when Chilean firms incorporate good corporate governance practices recommended by the OECD, in order to control the agency conflicts, the dividend policy is absorbed by the mechanisms of corporate governance, which indicates that these policies have a substitute relationship. On the other hand, our analysis shows that when multinomial Probit Chilean firms choose one of the four categories of corporate governance, this decision is conditioned by the dividend policy.

JEL Code: G32, G34, G35.

Keywords: Corporate Governance, Good Corporate Governance Practices, Dividend Policy, Agency Costs.



Capítulo 1

Introducción

1.1. Presentación del problema

En materia de finanzas corporativas uno de los temas que ha causado interés en los últimos años han sido los gobiernos corporativos y su relación con la política de dividendos. La complejidad para identificar los factores que intervienen en la creación de un buen gobierno corporativo, así como de aquellos que inciden sobre el valor de la empresa constituyen los pilares de análisis de estas materias.

Hung (1998) señala que un gobierno corporativo se constituye para hacer confluir los intereses de todos los agentes internos y externos con los objetivos de la empresa. En este sentido, mitigar los conflictos de intereses y la expropiación de riqueza, y velar por el desempeño de la firma serían las principales funciones del gobierno corporativo. *Zahra y Pearce* (1989) y *Brown y Caylor* (2004) corroboran estas funcionalidades de los gobiernos corporativos. Los autores argumentan que las buenas prácticas de gobierno corporativo pueden llevar a la firma a un estado de buen desempeño financiero. *Lee y Yeh* (2004) avalan esta conclusión al indicar que las empresas con buenos y sólidos gobiernos corporativos tienen mayor solvencia financiera. No obstante, estas buenas prácticas se lograrán sólo cuando la empresa se compromete e invierte en la conformación de un gobierno corporativo sólido (*Aggarwal et al.*, 2008).

Otro aspecto que relaciona el desempeño del gobierno corporativo con el de la firma es la relación con sus financiadores. Los mecanismos de protección a los inversionistas, insertos dentro del mismo gobierno corporativo o a través de vías legales del país puede ser un factor clave para la firma. *Shleifer y Vishny* (1997) y *Klapper y Love* (2004) sostienen que el desempeño del gobierno corporativo está positivamente relacionado con las medidas de protección a los inversionistas, principalmente en países que se rigen por el common law.

No obstante, en países regidos por civil law, donde los mecanismos de protección son menores y la concentración de la propiedad es elevada, el rol del gobierno corporativo cobra mayor relevancia, especialmente sobre el conflicto de intereses entre accionistas. Donde al existir un nivel bajo de protección de los inversores se generaría un gobierno corporativo débil, esto sumado a una alta concentración de la propiedad, gatillaría que los accionistas controladores tenderían a expropiar riquezas desde los accionistas

minoritarios (*Renders y Gaeremynck*, 2012; *Abdel-Halim y Adel Bino*, 2013).

En un contexto de elevada concentración de la propiedad y bajos niveles legales de protección a los inversionistas, característicos de los países emergentes, la política de dividendos cobra una importancia mayor en la mitigación de los conflictos de agencia.

La evidencia internacional sobre conflictos de agencia se originó en el trabajo seminal de *Jensen y Meckling* (1976). No obstante, las soluciones a este conflicto por la vía de los dividendos fueron iniciadas por *Rozeff* (1982) y *Jensen* (1986), quienes sostienen que la política de dividendos puede ser empleada como mecanismo de disuasión de estos problemas de intereses, tanto para la relación principal-agente como principal-principal. En este sentido, siendo los accionistas parte relevante de un gobierno corporativo, *Fama y Jensen* (1983a, 1983b) argumentan que los mecanismos de gobernanza, entre los que destacan los dividendos y el rol del directorio, son relevantes sobre el análisis de los conflictos de agencia.

En base a estudios realizados en economías emergentes y a nivel internacional, *Mitton* (2004) y *O'Connor* (2013) hallaron evidencia que relaciona la política de dividendos y los gobiernos corporativos. Los autores argumentan que las empresas que tienen un gobierno corporativo más sólido obtienen una rentabilidad mayor y por ende, pagos de dividendos más altos.

En el caso de Chile, la evidencia sobre los dividendos no es menor. Estudios como el realizado por *Maquieira y Fuentes* (1997) demuestran que las empresas fijan la tasa de dividendos para mitigar los conflictos de agencia. *Muñoz et al.* (2015a, 2015b), en un intento de medir el impacto de las buenas prácticas de gobernanza recomendadas por la OECD sobre el valor de las empresas chilenas, encuentran que tales medidas impactan positivamente sobre el valor de las firmas. No obstante, destacan que los dividendos son mecanismo parciales que no mitigan los conflictos de intereses ni la expropiación de riqueza en su totalidad. Los autores concuerdan que las buenas prácticas de gobiernos corporativos tienen mayores efectos sobre estos conflictos.

Por lo anterior, sostenemos que nuestro trabajo de investigación contribuye a la literatura en dos formas. Por un lado, se estudiará la relación entre la tasa de dividendos y los distintos mecanismos de gobiernos corporativos que recomienda la OECD. En este sentido, buscamos verificar si existe una relación complementaria o sustitutiva entre ambas políticas. Por otro lado, pretendemos analizar si la decisión de buenas prácticas de gobiernos corporativos se ve condicionada a la política de dividendos. La intuición derivada de la evidencia internacional ha demostrado que pueden darse diferencias entre las empresas bajo estos escenarios en materia de dividendos y gobiernos corporativos.

Nuestros resultados demuestran que las firmas chilenas priorizarán las buenas prácticas de gobiernos corporativos por sobre la política de dividendos en cuanto a la mitigación de los conflictos de agencia, siendo ambas políticas sustitutas. Además que la decisión de buena práctica de gobierno corporativo se ve condicionada a la política de dividendos.

Para lograr lo anterior, nuestra investigación se estructura de la siguiente forma. En el capítulo 2 nos enfocamos en analizar los distintos estudios empíricos y teóricos tanto a nivel nacional como internacional, sobre los tópicos de estructura de propie-

dad, gobiernos corporativos y política de dividendos. En el capítulo 3 se presentan los datos, variables a analizar y metodología. Luego, en el capítulo 4 se presenta la estadística descriptiva, análisis econométrico y multinomial utilizada en la investigación y los principales resultados. Por último, en el capítulo 5 se presentan las conclusiones y recomendaciones acerca del presente estudio.

1.2. Objetivos de la investigación

1.2.1. Objetivo general

El objetivo general de nuestro estudio es determinar la existencia y tipo de relación entre los gobiernos corporativos y la política de dividendos. En cuanto al tipo de relación entre ambas políticas, se busca testear si son mecanismos sustitutos o complementarios en la mitigación de los costos de agencia.

1.2.2. Objetivos específicos

Con el fin de profundizar en el conocimiento de estos aspectos hemos desarrollado los siguientes objetivos específicos.

1. Determinar qué tipo de relación existe entre la implementación de un buen gobierno corporativo con la política de dividendos.
2. Determinar la relación de los dividendos con cada mecanismo de gobernanza recomendado por la OECD.
3. Determinar si la política de dividendos condiciona la decisión de buena práctica de gobierno corporativo.

1.3. Metodología

La metodología de esta investigación se compone de etapas que están asociadas a los objetivos específicos del estudio y que se describen a continuación:

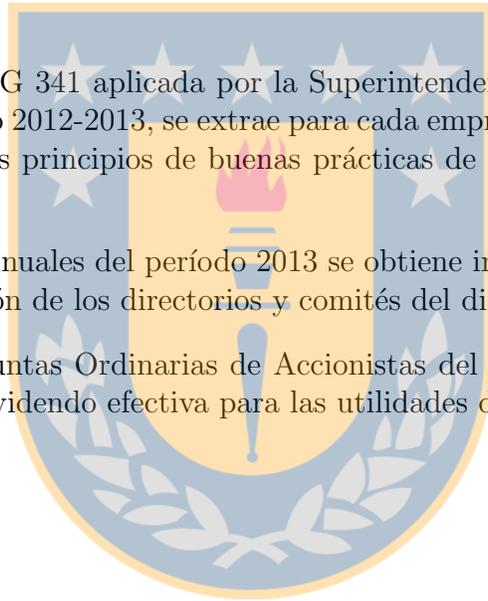
1. Se empleará estadística descriptiva y métodos no paramétricos para realizar un primer análisis de los datos. Se realizarán pruebas de diferencias de medias con el objetivo de observar el comportamiento de la muestra total, comparando el grado de cumplimiento de la encuesta NCG 341 y las tasas de pago de dividendos.
2. Se estimará un sistema de ecuaciones, que incluye un modelo lineal de regresión, para el valor de la empresa, una regresión tobit para la tasa de pago y otro Probit para la decisión de categoría de gobierno corporativo. Se emplearán mecanismos indirectos de estimación para corregir la endogeneidad.

3. Se realizarán también, para complementar el análisis de la etapa previa, dósimas de hipótesis para testear la relación de las políticas y los dividendos. Ello se aplicará a empresas con altos y bajos rendimiento y costos de agencia.

1.4. Datos

En la presente investigación se utilizarán datos extraídos para 185 empresas chilenas que en el año 2013 cotizaron en la Bolsa de Comercio de Santiago. Los datos de corte transversal 2013 fueron obtenidos de 4 fuentes de información que se detallan a continuación:

- De la plataforma Economática® se obtienen datos contables, financieros y de mercado de valores, tales como Q de Tobin, estructura de propiedad y otros ratios financieros.
- De la encuesta NCG 341 aplicada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en el periodo 2012-2013, se extrae para cada empresa información del grado de aplicación de los principios de buenas prácticas de gobiernos corporativos de la OECD.
- De las Memorias Anuales del período 2013 se obtiene información de la composición y compensación de los directorios y comités del directorio de las empresas.
- De las Actas de Juntas Ordinarias de Accionistas del período 2014 se extrae la tasa de pago de dividendo efectiva para las utilidades del ejercicio 2013.



Capítulo 2

Revisión de Literatura

2.1. Conflicto de Agencia y Gobiernos Corporativos: Evidencia a Nivel Internacional.

En materia de finanzas corporativas, los gobiernos en las firmas han tomado gran relevancia en el desempeño empresarial, debido a que estos inciden directamente en el valor de la firma, y en la evaluación de la gestión realizada por los altos ejecutivos. Es por esto que la implementación de un gobierno corporativo nace a partir de la detección de los conflictos de intereses dentro de la organización. El primer análisis de los conflictos de agencia lo plantean *Jensen y Meckling* (1976), quienes argumentan que los conflictos de agencia surgen cuando el control es separado de la propiedad, y los intereses tanto del principal como el agente no están alineados. Por lo tanto, es fundamental que existan incentivos adecuados de parte del principal al agente, para que de esta forma se mitiguen tales conflictos.

Por otra parte, se ha analizado que existen otros mecanismos que ayudan a mitigar los conflictos de agencia. En este sentido toman relevancia los gobiernos corporativos, los cuales cumplen una función fundamental al interior de la empresa debido a que estos son los encargados de alinear los intereses de los stakeholders. En el estudio realizado por *Hung* (1998), se ve reforzada esta idea, ya que señala que un gobierno corporativo se constituye para hacer confluir los intereses de todos los agentes internos y externos, además, éstos deben desempeñar diferentes funciones con el fin de velar por el correcto desempeño de la firma.

Continuando con la idea anterior, un gobierno corporativo se encuentra en constante desafío al interior de la empresa, ya que en primer lugar es el encargado de lograr un lineamiento en los intereses del principal-agente, y en segundo lugar desempeña un rol fundamental en el cumplimiento de las directrices estratégicas. Es por esto, que es importante analizar cuál es el impacto de un gobierno corporativo en un buen desempeño empresarial, y por ende en el desempeño financiero. Frente a este tema, autores como *Zahra y Pearce* (1989), y *Brown y Caylor* (2004) plantean que las buenas prácticas de gobierno corporativo pueden llevar a un buen estado de desempeño financiero de las empresas, ya que protegen los intereses de los accionistas. *Brown y Caylor* (2004) además en su investigación examinaron las diferencias que existían en aquellas empresas que

tenían un gobierno corporativo débil con las empresas que tenían un gobierno corporativo más sólido o más fuerte, llegando a concluir que aquellas empresas que poseían un gobierno corporativo más débil obtendrían una rentabilidad menor en comparación a las que poseían un gobierno corporativo sólido. *Lee y Yeh* (2004) afirman lo anterior, al indicar que las empresas con buenos y sólidos gobiernos corporativos tienen mayor solvencia financiera.

Ahora bien, sabemos que en la mayoría de las economías emergentes, en nuestro caso en Chile, la propiedad es altamente concentrada, ante esto, el gobierno corporativo es fundamental, debido a que éstos evitan una mala conducta por parte de los accionistas mayoritarios. En caso contrario, si existe una gobernanza débil se produciría la expropiación de riqueza y con esto el valor de la empresa se vería reducido (*Lee y Yeh*, 2004).

Con todo, es importante analizar aspectos legales de cada país y los mecanismos de protección a los inversionistas. En este sentido, *Shleifer y Vishny* (1997) señalan que la protección jurídica de los inversores y el nivel de la concentración de la propiedad son elementos esenciales de un buen gobierno corporativo. Así el rol del gobierno corporativo toma mayor relevancia, tal como lo señalan en su trabajo *Klapper y Love* (2004) quienes analizaron 14 economías emergentes, encontrando que el gobierno corporativo esta positivamente relacionado con las medidas de protección a los inversionistas, hallando que el gobierno corporativo es más sólido en aquellos países que se rigen por common law, de esta forma obtendrán un mejor desempeño operativo y un mayor valor de mercado de la empresa. Sin embargo, las prácticas de gobierno corporativo a nivel de empresas son más importantes en los países con entornos legales débiles, es decir, en aquellos países que se rigen por el civil law. Por ende, el desafío se encuentra en aquellos países que cuentan con una legislación débil, donde los mecanismos de protección a los accionistas son débiles y la concentración de la propiedad es elevada.

2.2. Estudios empíricos y teóricos de los Gobiernos corporativos y la Política de Dividendos a nivel internacional.

Estudios a nivel internacional señalan que la política de dividendos nace como solución a los conflictos de agencia. Desde este punto de vista, uno de los primeros autores que aborda este tema es *Rozeff* (1982) quien argumenta que la política de dividendos puede ser empleada como mecanismo de mitigación de los conflictos de agencia, tanto el de principal-agente y principal-principal. Por otro lado *Jensen* (1986) señala que tales conflictos se pueden solucionar con un mayor endeudamiento, debido a que esto obligaría al gerente/agente a pagar la deuda y los dividendos, en vez de invertir más allá del óptimo o en proyectos que no son rentables.

Para profundizar más en el tema *La Porta et al.* (2000) realizó un estudio cuya muestra abarca empresas de 33 países a nivel mundial, en donde sus principales conclu-

siones indican que los costos de agencia son altamente relevantes para la comprensión de la política de dividendos en todo el mundo, y además agregan que las empresas que operan en países con una mejor protección a los accionistas minoritarios pagarían mayores dividendos, idea que se ve reforzada por *Abdel-Halim y Adel Bino* (2013).

Por otra parte, estudios señalan que la política de dividendos conlleva beneficios alternos a la mitigación de los conflictos de interés, en este sentido *Asquith y Mullins* (1983) quienes luego de considerar una muestra de 168 empresas de la Bolsa de Nueva York (NYSE), concluyen que la iniciación de pago de dividendos aumenta la riqueza de los accionistas, y que posteriores aumentos en la política de pago de dividendos generarían un efecto mucho mayor en el aumento de la riqueza de los accionistas.

Como podemos observar, la iniciación de pago de dividendos conlleva beneficios tanto para el desempeño empresarial como para los accionistas. Asimismo, si esta política persiste en el tiempo, generará una buena señalización al mercado por parte de la empresa, lo que le otorgará una mejor reputación. Por ende, es importante considerar los factores que implicaría establecer una política de dividendos óptima. Bajo este escenario, el estudio de *Modigliani y Miller* (1961) arroja varios factores de los cuales dependerá la política de dividendos, como lo son el mercado en el que se desenvuelve la empresa, la política de inversión, la tasa de retorno, el grado de apalancamiento o fuentes de financiación, entre otros.

A pesar de que los factores detectados por *Modigliani y Miller* (1961) tienen gran relevancia, estos no pueden ser considerados como únicos y transversales para todas las empresas, debido a que existen factores que actúan según la jurisdicción del país, tamaño de la empresa, riesgo que soportan los accionistas, y la capacidad de pago que tenga cada empresa. Desde este punto de vista, *Gugler* (2003) argumenta que la estructura de la propiedad y el control de la empresa son determinantes importantes de la política de pagos de dividendos.

Por último, uno de los factores que no ha sido considerado anteriormente es el rol que desempeña el gobierno corporativo, en donde estudios señalan que favorecen positivamente al desempeño al interior de la firma. En base a esto, *O'Connor* (2013) plantea que la política de dividendos es el resultado de tener un gobierno corporativo sólido, argumentando que los accionistas de las empresas que se encuentran mejor gobernadas son capaces de extraer mayores dividendos. *Mitton* (2004) coincide con esta idea, y además añade que el gobierno corporativo a nivel de empresa y la protección de los inversores a nivel país son complementos y no sustitutos. Esto debido a que existe una relación positiva entre los pagos de dividendos y el gobierno corporativo.

2.3. Gobiernos Corporativos y Política de Dividendos: Evidencia en Chile.

En esta sección abordaremos la literatura existente a nivel nacional, en donde los gobiernos corporativos son un tema acotado en ámbitos de investigación, por ende es interesante analizar tanto los aspectos legales como los factores más relevantes en la

implementación de los gobiernos corporativos en Chile, y su posible relación con la política de pago de dividendos.

En este sentido *Lefort* (2003) es el primer autor en profundizar en materia de gobiernos corporativos, señalando que éstos se relacionan con el ejercicio de la autoridad en la toma de decisiones que afectan los intereses de las distintas partes. Además plantea que los gobiernos corporativos en Chile se caracterizan por la presencia de grupos económicos o conglomerados que dominan gran parte de la actividad empresarial nacional. Por otra parte, argumenta que la aplicación de la justicia en caso de situaciones que involucren violaciones a los derechos de los accionistas minoritarios es lenta, y su resultado es incierto en comparación a países desarrollados.

A pesar del esfuerzo realizado por el marco regulatorio, *Lefort* (2008) argumenta que estos no son suficientes, debido a que existen importantes diferencias en los niveles de concentración de la propiedad y la liquidez del mercado chileno, en comparación con las economías desarrolladas. Su investigación arrojó que el mayor accionista de las empresas no financieras listadas en la bolsa poseen en promedio el 55 % de las acciones, mientras que los cinco mayores accionistas suman el 80 % del total de acciones, esto deja entrever los altos niveles de concentración de propiedad que poseen las empresas chilenas. Por lo tanto, una de las principales preocupaciones en relación al gobierno corporativo en Chile, es la posible divergencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios.

Los directores cumplen un rol fundamental en el desempeño de la empresa, debido a la estrecha relación que existen con los intereses de los accionistas mayoritarios, es por esto que para que exista una alineación entre ellos deben existir incentivos de por medio, tal como lo plantean *Pérez* (2007) y *Núñez* (2013), quienes concluyen que el problema de agencia es controlado mediante el pago por desempeño a los directores, encontrando que existe una correlación significativa entre la compensación del directorio y el desempeño de la firma, siendo ambos factores relevantes para la maximización del valor de la empresa en el largo plazo.

En los últimos años a nivel nacional se ha realizado un esfuerzo por establecer normas que cambien o mejoren los aspectos legales que rigen a las empresas en Chile, siendo uno de los cambios más importante la adopción de las buenas prácticas de gobiernos corporativos de la OECD. A pesar de que la aceptación de las buenas prácticas genera cambios al interior de la empresa, la literatura no ha evaluado en profundidad el impacto que tienen estas en las firmas chilenas. Sin embargo, *Muñoz et al.* (2015a, 2015b) al realizar un análisis del impacto que generaría la adopción de buenas prácticas de gobiernos corporativos de la OECD en empresas chilenas, encontraron de que al realizar la adopción aumentaría el valor de la firma, siendo el funcionamiento de director y la relación con los stakeholders las categorías más significativas. No obstante, en su trabajo de investigación señalan que la política de dividendos es un mecanismo que mitiga los conflictos de intereses y la expropiación de riqueza de forma parcial.

Con respecto a lo anterior, en materia de dividendos, *Maquieira y Fuentes* (1997) son los primeros en analizar dicho impacto, argumentando que en Chile los dividendos se utilizan para mitigar los conflictos de agencia, y que las empresas que son de mayor tamaño pagan mayores dividendos. Por otra parte, añaden que las empresas que tie-

nen bajas oportunidades de crecimiento y elevados niveles de sobre inversión también pagan altos dividendos para evitar que los flujos de caja se destinen a proyectos pocos rentables.

Morales, Meléndez y Ramírez (2013) plantean que la política de pago de dividendos reduce la concentración de la propiedad, lo que podría construir evidencia a favor del papel complementario que desempeña la protección legal y la supervisión. Además plantean que la creación de un buen sistema de gobierno corporativo incentiva tanto a la administración como a los miembros del directorio al logro de un adecuado manejo de la compañía, fortaleciendo el monitoreo efectivo y la protección oportuna de todos sus stakeholders.

Como se ha apreciado a lo largo de toda la evidencia a nivel nacional, no se ha logrado identificar con exactitud la relación que tienen los gobiernos corporativos con política de pago de dividendos en la mitigación de conflictos de agencia, por ende nuestro esfuerzo irá en post a enriquecer la literatura existente.



Capítulo 3

Datos y metodologías

3.1. Datos

Los datos utilizados en la presente investigación corresponden a los de 185 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago y que en el periodo 2012-2013 contestaron la encuesta NCG 341, por tanto, los datos han sido extraídos de 4 fuentes de información, las cuales son la misma encuesta NCG 341, la plataforma Economatica®[®], las memorias anuales y las actas de juntas ordinarias de accionistas. La encuesta NCG 341 aplicada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en el periodo 2012-2013, tiene por objeto el establecer un mecanismo de difusión de información acerca de los estándares de gobierno corporativo de las sociedades anónimas abiertas de Chile (Superintendencia de Valores y Seguros; 2013), la cual se fundamenta en los 6 principios de buenas prácticas de gobiernos corporativos de la OECD, la encuesta contiene 19 preguntas de carácter binario las cuales fueron contestadas por los directorios de 185 empresas, las variables utilizadas son funcionamiento del directorio, relación con stakeholders, compensación a ejecutivos y políticas de control interno.

De la plataforma Economatica®[®] hemos extraído datos contables, financieros y de mercado de valores, las variables a utilizar son la Q de Tobin, ratio de endeudamiento, tamaño de la firma, propiedad del mayor accionista, propiedad del quinto mayor accionista, retorno sobre los activos, rotación del activo total, gastos operacionales sobre ventas y cobertura de gastos financieros, todas las variables utilizadas son las obtenidas para el periodo 2013.

De las Memorias Anuales del periodo 2013 se obtiene información asociada al funcionamiento del directorio de las 185 empresas, se utilizan las variables de tamaño, edad, remuneración e independencia del directorio, así mismo hacemos uso del tamaño e independencia del comité de directores, además se incluye como variable la remuneración tanto del Directorio como su presidente. De las Actas de Juntas Ordinarias de Accionistas del periodo 2014 se extrae la tasa de pago de dividendo efectiva para las utilidades del ejercicio 2013, la cual incluye los dividendos provisorios y finales del periodo. Las variables anteriormente mencionadas y su definición son expuestas en el cuadro 3.1.

Cuadro 3.1: Categorías y Medición de Variables Relevantes

VARIABLES	DEFINICIÓN
A. Variables de control	
Q de Tobin	Ratio de valor de mercado sobre valor contable.
Endeudamiento	Ratio deuda sobre patrimonio.
Tamaño	Logaritmo natural de los activos totales.
Primer accionista	Porcentaje de las acciones del accionista mayoritario.
Quinto mayor accionista	Porcentaje de las acciones del quinto mayor accionista.
Retorno sobre activo	Ratio de utilidad neta sobre activos totales.
Rotación del activo total	Ratio de ingresos por venta sobre activo total.
Costos de agencia	Ratio de gastos operacionales sobre ventas.
Edad de la Firma	Cantidad de años de existencia legal de la empresa.
Tasa de pago de dividendo	Tasa de pago de dividendos a accionistas.
Solvencia financiera	Ratio de utilidad operacional sobre gastos financieros.
B. Variables de Cumplimiento	
Buenas prácticas	Dummy igual a 1 si cumple más de dos categorías.
Número de categorías cumplidas	Cantidad de categorías cumplidas por la empresa.
Categoría 1: Funcionamiento del directorio	Dummy es 1 si firma cumple este ítem por sobre el 50 %.
Categoría 2: Relación con stakeholders	Dummy es 1 si firma cumple este ítem por sobre el 50 %.
Categoría 3: Compensación a ejecutivos	Dummy es 1 si firma cumple este ítem por sobre el 50 %.
Categoría 4: Política de control interno	Dummy es 1 si firma cumple este ítem por sobre el 50 %.
C. Variables del Directorio	
Remuneración del presidente	Dinero remunerativo percibido por el presidente.
Remuneración directorio	Dinero remunerativo recibido por todo el directorio.
Tamaño directorio	Número total de integrantes del directorio.
Directores independientes	Número de directores independientes en el directorio.
Comité de Auditoría	Dummy es 1 si la empresa tiene comité de directores.
Tamaño comité	Número de integrantes de comité de directores.
Independencia comité	Número de directores independientes en comité.

Fuente: Elaboración propia.

3.2. Variables de estudio

3.2.1. Variables de Control

Con respecto a las variables de control, comenzaremos con la variable endeudamiento, la cual en nuestro estudio se utiliza como el ratio deuda a patrimonio, esta variable nos indica cuan apalancada se encuentra la empresa, como consecuencia cuan riesgosa puede ser, como lo señala *Lee y Yeh* (2004). Además este ratio nos permite comprobar la cantidad y calidad de la deuda que es capaz de soportar la empresa, para así generar una mayor eficiencia y mitigar en cierta medida los conflictos de agencia, tal como lo señala *Jensen* (1986).

Por otro lado, en lo que respecta a las variables de rendimiento como lo es el rendimiento sobre el activo y la rotación del activo total, utilizamos estas variables para medir el impacto de la gobernabilidad corporativa sobre los resultados empresariales, el comportamiento de estas variables al interior de la firma y la relación que existe con los gobiernos corporativos. *Lee y Yeh* (2004), *Mitton* (2004) y *Klapper y Love* (2004) argumentan que las empresas más rentables tienen menores riesgos financieros, poseen una gobernanza más sólida y un buen desempeño operativo, respectivamente.

Continuando con las variables de control, incorporamos la tasa de pago de dividendos con el fin de determinar el impacto de la iniciación de una política de dividendos en la empresa y como ésta se pueda relacionar con el resto de las variables incluidas en el estudio, como las que corresponden a las categorías de gobierno corporativo (*Mitton*, 2004). Por su parte, *Maquieira y Fuentes* (1997) señalan que la tasa de pago de dividendos se utiliza para mitigar los conflictos de agencias.

Con respecto a las variables tamaño y edad de la firma, éstas se utilizan como medidas de caracterización de las empresas chilenas, tal como lo utilizaron *Mitton* (2004) y *Abdel-Halim y Adel Bino* (2013).

Para poder medir la capacidad que tienen las empresas para generar valor hemos incorporado a nuestro estudio la Q de Tobin, la cual está definida como el ratio valor de mercado de las empresas sobre su valor contable. Utilizamos esta variable para medir el valor de la empresa y como esta se relaciona con los gobiernos corporativos, tal como lo utilizó *Aggarwal et al.* (2008).

Por otra parte, el ratio de gastos operacionales sobre ventas se utiliza para medir los conflictos de agencias de las empresas chilenas. Utilizamos esta variable para ver cuán eficiente es el gerente de la empresa en controlar los gastos operacionales, de tal manera que pueda controlar los conflictos de agencia, tal como lo señala *Jensen* (1986).

Ahora bien, las variables relacionadas con los accionistas son la participación del mayor accionista y quinto mayor accionista, estas variables se miden como el porcentaje de participación de cada uno dentro de la empresa. Utilizamos estas variables para evaluar la concentración y conflictos de agencia de las empresas chilenas, este problema es analizado en el estudio de *Renders y Gaeremynck* (2012).

3.2.2. Variables de Cumplimiento

Dentro de estas variables, incorporamos aquellas categorías de gobierno corporativo implementadas por la OECD, con el fin de ver la calidad e incidencia que tiene el cumplimiento de estas categorías en las empresas chilenas. En su estudio *Aggarwal et al.* (2008), argumenta que las empresas que eligen las categorías de gobiernos corporativo más preponderantes para ellas, evitarían la expropiación de riqueza por parte del accionista mayoritario.

3.2.3. Variables del Directorio

Las variables que corresponde a la independencia tanto en el directorio como en el comité, sean estas comité de auditoría, cantidad y proporción de directores independientes en el directorio y en un comité, ayudan a disminuir la concentración de poder a través del monitoreo. La inclusión de estas variables es para verificar la estructura y composición del directorio y comités de las empresas chilenas, como lo utilizó en su estudio *Lee y Yeh (2004)*.

Finalmente, incorporamos las variables de remuneraciones, tanto del presidente como del directorio, la cual hemos definido como dinero remunerativo percibido. En cuanto a la evidencia internacional *Sakawa et al. (2012)* en su estudio encuentran una relación positiva entre las variables de incentivos y compensación y las medidas de desempeño operacional. Basándonos en lo anterior, es que hemos decido incorporar estas variables al estudio, para ver si existe una relación con la política de dividendos y los impactos que generan en la elección de una categoría de gobierno corporativo por sobre otra.

3.3. Método econométrico

A continuación, se muestra las ecuaciones a utilizar en la regresión 3SLS:

$$Q = \beta_0 + \beta_1 Div + \beta_2 ACost + \beta_3 PP1 + \beta_5 PP5 + \beta_5 ROA + \beta_6 End + \beta_7 Edad + \beta_8 Solv + \beta_9 Tam + \beta_{10} PRem + \beta_{11} DRem + \beta_{12} Tam_Dir + \beta_{13} D_Indep + \mu_1 \quad (1)$$

$$Div = \alpha_0 + \alpha_1 Q + \alpha_2 ACost + \alpha_3 PP1 + \alpha_4 PP5 + \alpha_5 ROA + \alpha_6 End + \alpha_7 Edad + \alpha_8 Solv + \alpha_9 Tam + \alpha_{10} PRem + \alpha_{11} DRem + \alpha_{12} Tam_Dir + \alpha_{13} Com_Aud + \mu_2 \quad (2)$$

$$ACost = \gamma_0 + \gamma_1 Q + \gamma_2 Div + \gamma_3 PP1 + \gamma_4 PP5 + \gamma_5 ROA + \gamma_6 End + \gamma_7 Edad + \gamma_8 Solv + \gamma_9 Tam + \gamma_{10} PRem + \gamma_{11} DRem + \gamma_{12} D_Indep + \gamma_{13} Ind_Com + \mu_3 \quad (3)$$

Donde Q , Div y $Acost$ son las variables dependientes de la primera, segunda y tercera ecuación respectivamente, siendo Q la valoración de mercado por sobre el valor contable, conocido como la q de tobin, Div corresponde a la tasa de pago de dividendos a accionistas, $Acost$ son los costos de agencia, los cuales están medidos por el ratio de gastos operacionales a ventas. Además $PP1$ es el porcentaje o participación del accionista mayoritario, $PP5$ es el porcentaje o participación del quinto mayor accionista, el cual utilizamos como un proxy de los accionistas minoritarios. ROA es el ratio que mide la rentabilidad de los activos, lo utilizamos como un proxy de las oportunidades de crecimiento, End es la estructura de capital, la cual corresponde al ratio deuda a patrimonio, $Edad$ es la edad en años de existencia legal de la firma. $Solv$ es la solvencia financiera de la firma medida por el ratio cobertura de gastos financieros, Tam corresponde al tamaño de firma medida por el logaritmo natural de los activos totales, $PRem$ es la remuneración que percibe el presidente de la junta, $DRem$ es la remuneración que perciben todos los miembros del directorio, D_Indep corresponde a

la cantidad de directores independientes en el directorio, Tam_Dir es el tamaño del directorio, Com_Aud corresponde la presencia de un comité de auditoría, la cual es una variable dummy que tomará valor 1 cuando la firma tiene comité de auditoría y 0 en otro caso, Ind_Dir es la cantidad de directores independientes en el directorio, Ind_Com corresponde a la cantidad de directores independientes en el comité. Finalmente, μ_1 , μ_2 y μ_3 corresponden a perturbaciones aleatorias de la primera, segunda y tercera ecuación respectivamente.



Capítulo 4

Resultados empíricos

4.1. Análisis descriptivo

En esta sección se presenta un análisis estadístico de la muestra, este se puede apreciar en el cuadro 4.1.

El análisis estadístico nos revela que las firmas chilenas se caracterizan por poseer una elevada solvencia financiera. De hecho, estas utilizarían principalmente como medio de financiamiento el endeudamiento en desmedro del patrimonio, lo que se ve reflejado en el ratio deuda a patrimonio. Por otro lado, las empresas de la muestra tienen un amplio bagaje con una edad promedio de 40 años y las cuales entregarían aproximadamente una tasa de pago a sus accionistas por sobre el mínimo legal de treinta por ciento.

Además el cuadro 4.1 muestra la brecha que existe en cuanto a la estructura de propiedad de las firmas chilenas, las cuales se caracterizan por poseer altos niveles de concentración de propiedad, en donde el accionista mayoritario tiene en su poder un 52.32 por ciento de la propiedad, mientras que los accionistas minoritarios poseen 3.4 por ciento de la propiedad.

En lo que respecta a las categorías de gobierno corporativo, cerca del 40 por ciento de la muestra señala la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, con un promedio de cumplimiento de aproximadamente dos categorías. En donde, las firmas chilenas propiciarían la aplicación de buenas prácticas de gobierno por la vía del funcionamiento del directorio y políticas de control interno, mientras que en menor medida elegirían las categorías de compensación a ejecutivos y el relacionarse con los stakeholders.

Por último, en cuanto al directorio de la muestra podemos observar que posee un tamaño de siete directores, de los cuales una de estas sería de carácter independiente, las remuneraciones de todos los directores son en promedio de 272 millones de pesos anuales, mientras que la del presidente de la junta recibiría una dieta de 69 millones de pesos anuales. Por otra parte, cerca del 59 por ciento de las empresas chilenas tienen un comité de auditoría, con un tamaño en promedio de 1.8 personas, donde sólo 0.8 de estas serían de carácter independiente.

Cuadro 4.1: Estadística descriptiva para toda la muestra

<i>A. Variables de control</i>	<i>Media</i>	<i>D. E.</i>	<i>Obs.</i>
Q de tobin	1.24	1.62	185
Endeudamiento	1.99	6.93	185
Tamaño	1,198,640	3,152,101	185
Primer accionista	52.32	82.25	185
Quinto mayor accionista	3.40	2.49	185
Retorno sobre activo	42.74	11.80	185
Rotación del activo total	0.56	0.50	185
Costos de agencia	18.98	47.37	185
Edad de la firma	39.98	31.32	185
Tasa de pago de dividendo	42.74	29.93	185
Solvencia financiera	6.44	13.57	185
<i>B. Variables de Cumplimiento</i>			
Buenas prácticas	39.46	49.01	185
Número de categorías cumplidas	1.92	1.44	185
Categoría 1: Funcionamiento del directorio	52.43	50.07	185
Categoría 2: Relación con stakeholders	35.14	47.88	185
Categoría 3: Compensación a ejecutivos	50.81	50.13	185
Categoría 4: Política de control interno	54.05	49.97	185
<i>C. Variables del Funcionamiento del Directorio</i>			
Remuneración presidente	69.99	128.29	185
Remuneración directorio	272.88	415.22	185
Tamaño directorio	7.18	1.46	185
Directores independientes	1.06	1.28	185
Comité de Auditoria	58.92	49.33	185
Tamaño comité	1.79	1.47	185
Independencia comité	0.85	0.91	185

Fuente: Elaboración propia.

4.2. Análisis econométrico

4.2.1. Análisis de Regresión 3SLS

En el cuadro 4.2, se presentan los resultados de la regresión 3SLS para el valor de la firma, política de dividendos y costos de agencia. Dichos resultados, nos muestran que al aumentar la participación del accionista mayoritario, el valor de la firma se verá incrementado, existan o no mecanismos de gobierno corporativo. Sin embargo, cuando la participación del quinto mayor accionista se ve incrementada el valor de la firma es castigado por el mercado en el caso de no existir mecanismos de gobernanza, y se ve aumentado cuando las firman incorporan dichos mecanismos. Además podemos ver, que si el quinto mayor accionista aumenta su participación, los dividendos mantienen

su comportamiento independiente si existen o no mecanismos de gobernanza, no ocurriendo lo mismo con los conflictos de agencia, ya que cuando no existen mecanismos de gobernanza, los conflictos de agencia se ven aumentados, y al incorporar dichos mecanismos los conflictos de agencia son controlados, estos resultados concuerdan con los encontrados por *Klapper y Love* (2004).

Otra variable que mantiene su comportamiento es el endeudamiento, en donde en presencia o en ausencia de mecanismos de gobierno corporativo, un mayor endeudamiento genera un aumento en el valor de la firma, pero a su vez genera una disminución en los dividendos, esto ocurre producto de la priorización que se le entregan a los agentes externos y al monitoreo que realizan las entidades financieras (*Jensen*, 1986).

Con respecto al tiempo que las firmas llevan en el mercado, podemos ver que para aquellas empresas más jóvenes el mercado considera que tienen mayor capacidad para generar valor, independiente si éstas han incorporado mecanismos de gobierno corporativo, además estas empresas mantienen menores costos de agencia en comparación con empresas más longevas, siendo estas últimas las que otorgan mayores dividendos a sus accionistas.

Por otra parte, en relación al desempeño de la firmas, podemos destacar que aquellas empresas que tienen mayor solvencia financiera, el mercado las premia otorgándoles mayor valor, tanto para aquellas que aplican mecanismos de gobierno corporativo como para que aquellas que no lo hacen, no obstante a estas últimas el mercado las premia en una mayor proporción, estos resultados van en dirección opuesta a lo establecido en el estudio de *Lee y Yeh* (2004), ya que, para los autores el manejo de un gobierno corporativo sólido debiera ser más valorado por el mercado. Además, las firmas que mantienen una solvencia robusta pueden generar mayores dividendos para sus accionistas y así controlar de mejor forma sus problemas de agencia.

Con respecto a las remuneraciones tanto del presidente como del directorio, podemos observar que el comportamiento es el mismo para aquellas empresas que aplican o no mecanismos de gobernanza, en donde, a mayor remuneración mayor es la valoración de mercado, estos resultados son idénticos a los encontrados por *Diamond y Verrecchia* (1982), quienes argumentaban que un pago justo a los altos ejecutivos aumentaría el valor de empresa. También se muestra que, a mayor remuneración tanto del presidente como del directorio, se produce un aumento en los dividendos trayendo consigo menores costos de agencia al interior de la firma, esto es concordante con los resultados obtenidos por *Pérez* (2007). En cuanto a la independencia de los directores, podemos observar que las firmas que implementen o no mecanismos de gobierno corporativo, su valor se verá incrementado, pero dichos incrementos se acentúan aún más cuando no incorporamos gobiernos corporativos, estos resultados no concuerdan con lo obtenido por *Setia- Atmaja* (2009).

Ahora bien, aquellas empresas que incorporan buenas prácticas de gobierno corporativo son valoradas de forma positiva por el mercado, tal como lo ha establecido en su estudio *Aggarwal et al.* (2008), estos resultados nos demuestran que las exigencias o estándares establecidos a nivel internacional, tienen efectos a nivel nacional, ya que el mercado valora aquellas empresas que incorporan mecanismos que ayuden a cumplir con

Cuadro 4.2: Cuadro 3: Regresión 3SLS para el valor de la firma, política de dividendos y costos de agencia.

Variables	Sin Mecanismos de Gobierno Corporativo			Con Mecanismos de Gobierno Corporativo		
	Q Tobin	Dividendos	Costos de Agencia	Q Tobin	Dividendos	Costos de Agencia
Q de Tobin	1	4.4265 (3.57)***	-29.7125 (-3.80)***	1	4.0970 (4.23)***	-42.5391 (-2.69)***
Dividendos	0.0291 (3.06)***	1	-0.8109 (-2.21)**	0.0293 (3.89)***	1	-0.3118 (-0.47)
Costos de Agencia	-0.0257 (-2.88)***	0.0869 (2.36)**	1	-0.0152 (-2.68)***	0.0765 (0.82)	1
Primer Accionista	0.0187 (3.38)***	-0.0035 (-0.14)	-0.0201 (-0.31)	0.0193 (3.13)***	0.0025 (0.09)	-0.0091 (-0.11)
Quinto Mayor Accionista	-0.0052 (-2.06)**	0.2251 (2.91)***	0.4516 (2.15)**	0.0474 (2.75)***	0.4923 (3.38)***	-0.3033 (-0.24)
Retorno sobre Activos	0.0296 (3.28)***	0.8298 (3.86)***	-2.0755 (-3.74)***	0.0391 (2.22)**	1.2739 (2.68)***	-2.3742 (-3.19)***
Endeudamiento	0.0108 (2.14)**	-0.4383 (-2.40)**	-0.1100 (3.05)***	0.0139 (3.15)***	-0.3358 (-2.88)***	-0.1412 (-2.78)***
Edad de la Firma	-0.0042 (-0.57)	0.0503 (2.55)**	-0.1331 (-0.38)	-0.0071 (-1.43)	0.0232 (0.14)	-0.2906 (-0.54)
Solvencia Financiera	0.0342 (2.50)**	0.0158 (3.05)***	-0.9908 (-2.96)***	0.0283 (2.15)**	0.1771 (2.25)**	-1.2195 (-2.81)***
Tamaño	-0.1515 (-2.34)**	1.6968 (1.74)*	7.1181 (3.11)***	-0.1097 (-2.88)***	2.4230 (1.89)*	6.6743 (2.80)***
Remuneración Presidente	0.0380 (2.09)**	2.6685 (1.92)*	-1.8932 (-3.16)***	-0.0201 (-0.10)	2.4052 (2.21)**	-1.4211 (-2.33)**
Remuneración Directorio	0.0632 (1.89)*	4.6384 (2.65)***	-6.4141 (-2.36)**	0.1725 (0.74)	4.7859 (2.61)***	-7.1185 (-2.50)**
Tamaño Directorio	0.0553 (0.28)	0.9046 (0.44)		0.0201 (0.16)	1.5086 (0.59)	
Directores Independientes	0.0231 (2.66)***		0.3878 (0.25)	0.0189 (2.87)***	0.1582 (2.37)**	0.5786 (0.32)
Comité de Auditoría		-3.3382 (-0.46)			2.9011 (0.75)	-0.1885 (-2.28)**
Independencia Comité			0.2249 (0.32)		-0.3017 (-0.93)	0.3644 (0.38)
Buenas Prácticas				0.7836 (3.07)***		-3.3829 (2.32)**
Número de Categorías				0.2179 (2.86)***		
Funcionamiento del Directorio					2.8733 (2.23)**	-0.5824 (-2.61)***
Relación con Stakeholders					7.2142 (3.01)***	-0.1197 (-2.19)**
Compensación a Ejecutivos					6.4763 (1.87)*	-0.8344 (-0.02)
Políticas de Control Interno					5.4822 (2.42)**	-1.4036 (-2.38)***
Constante	2.5737 (2.31)**	34.9152 (2.39)**	65.07 (2.29)**	-0.8974 (-0.33)	12.8561 (1.25)	15.7502 (2.41)**
Global	(56.58)***	(39.72)***	(47.87)***	(31.14)***	(34.78)***	(81.38)***
R- Cuadrado	0.52	0.46	0.51	0.43	0.51	0.58
Observaciones	185	185	185	185	185	185

Los supra índices ***, **, *; indican significancia al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

las expectativas y resguarden los intereses de todos los agentes al interior de la firma. Con respecto a las distintas categorías establecidas por la OECD, si una empresa opta por incorporar alguna de las categorías de gobierno corporativo, ya sea Funcionamiento del Directorio, Relación con Stakeholders, Compensación a Ejecutivos o Políticas de Control Interno, todas estas al mismo tiempo o cada una por separado según las necesidades de la firma, éstas ayudaran a generar un aumento en los dividendos, lo anterior nos indica que el gobierno corporativo y la política de dividendos mantienen una relación, tal cual lo señaló *O'Connor* (2013), no obstante, ambas políticas actuarían de forma independiente en la mitigación de conflictos de agencia.

Ahora bien, si nos enfocamos en los efectos que generan las ecuaciones simultáneas, podemos observar que cuando no existen mecanismos de gobierno corporativo el valor de la firma se ve aumentado al existir una política de pago de dividendos, mientras que cuando existen problemas de agencia el valor de la firma se ve disminuido. Además podemos ver que en el caso de ausencia de mecanismos de gobierno corporativo existe un efecto ex-ante, en el cual se observa que al existir un aumento de los costos de agencia a su vez los dividendos se ven incrementados de forma simultánea, mientras que después de iniciar la política de pago de dividendos, incrementos en esta política traería aparejado menores costos de agencia, siendo este último un efecto ex-post al problema de agencia, corroborando lo establecido por *Rozeff* (1982).

Finalmente, los resultados nos indican que cuando se incorporan mecanismos de gobernanza se observa que tanto los dividendos, como los costos de agencia mantienen su efecto sobre el valor de la empresa. Sin embargo, podemos observar que el papel que generan los dividendos como mecanismos de mitigación sobre los costos de agencia desaparece, esto es que ante la incorporación de las buenas prácticas de gobierno corporativo, la política de dividendos se ve diluida. Con todo, podemos señalar que los dividendos y las políticas de gobierno corporativos son mecanismos sustitutos frente a la mitigación de los conflictos de agencia.

4.2.2. Análisis Probit Multinomial

En los cuadros 4.3 y 4.4 se presentan los resultados del análisis Probit multinomial con las cuatro categorías de gobierno corporativo recomendadas por la OECD, en donde buscamos verificar si la política de pago de dividendos condiciona en cierta medida la decisión de buena práctica de gobierno corporativo.

Nuestra muestra inicial se fraccionó entre empresas que realizaban un pago de dividendos, entendiéndose como aquellas empresas que tienen una tasa de dividendos por sobre el mínimo legal y aquellas empresas que no pagaban dividendos, cuya tasa de dividendos es el mínimo legal o cercana a cero.

De los cuadros 4.3 y 4.4, podemos observar que existen resultados que son transversales a la elección de una categoría de gobierno corporativo, esto es, que a medida que las oportunidades de crecimiento aumenten y que las firmas chilenas sean financieramente más solventes, aumenta la probabilidad de que las empresas desarrollen buenas prácticas de gobierno corporativo a través de las cuatro categorías recomendadas por

la OECD. Lo anterior, refleja que independientemente de la política de dividendos, es decir, si las firmas chilenas pagan o no pagan dividendos, mayores oportunidades de crecimiento y mayor solvencia financiera por parte de estas, se traducen en una mayor probabilidad de desarrollar buenas prácticas de gobierno corporativo (*Hung, 1998; Lee y Yeh, 2004*).

Por otro lado, podemos ver que si las firmas tienen un mayor valor y estas a su vez no pagan dividendos tienen una mayor probabilidad de desarrollar buenas prácticas de gobierno corporativo por la vía del funcionamiento del directorio, compensación de ejecutivos y políticas de control interno (*Renders y Gaeremynck, 2012; Mitton, 2004; Aggarwal et al., 2008*). Lo anterior, puede deberse a que si cada vez que la firma aumenta su valor, esta debe compensar proporcionalmente a los ejecutivos para que sigan cumpliendo con el principio de maximización y aumentar las políticas de control interno para mitigar cualquier probabilidad en el aumento de los costos de agencia (*Raheja, 2005; Núñez, 2013*).

Cuando las empresas ya se encuentran pagando dividendos, y quieren realizar un aumento de éstos, las firmas verán reducida la probabilidad de desarrollar mecanismos de gobernanza por la vía del funcionamiento del directorio, no obstante, aumenta la probabilidad de desarrollar buenas prácticas de gobierno corporativo por la vía de relacionarse con los stakeholders, compensación a ejecutivos y políticas de control interno, lo anterior puede deberse a que las firmas se enfocaran más en el control al interior de la empresa y de mantener buenas relaciones con los grupos de interés (*Maquieira y Fuentes, 1997*).

A medida que los costos de agencia aumentan para las firmas que pagan dividendos existe una mayor probabilidad que estas buenas prácticas de gobierno corporativo mediante la compensación a ejecutivos, el funcionamiento del directorio y la relación con los stakeholders, pero dicha probabilidad se ve reducida cuando se aplican políticas de control interno. En cambio, las firmas que no pagan dividendos, si se enfrentan a un aumento en los costos de agencia tenderán a desarrollar buenas prácticas de gobierno corporativo sólo por la vía de las políticas de control interno, en desmedro de las otras tres categorías.

En un contexto de mayor concentración de la propiedad, medido por la participación del primer accionista de las firmas chilenas que se encuentran pagando dividendos, ven disminuida la probabilidad de desarrollar buenas prácticas de gobernanza por la vía del funcionamiento del directorio y compensación a los ejecutivos, pero aumenta la probabilidad de mantener un buen gobierno corporativo al relacionarse con los stakeholders y controlar las políticas internas; esto puede deberse a que al estar tan concentrada la propiedad, se prioriza la relación de los grupos de interés por sobre los ejecutivos (*Renders y Gaeremynck, 2012*). Se produce un efecto contrario al anterior, cuando las firmas no realizan pagos de dividendos, es decir, estas se enfocan directamente en los ejecutivos.

En cambio, cuando la propiedad se encuentra cada vez más dispersa, para las firmas que pagan dividendos se reducirá la probabilidad de la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo (*Abdel-Halim y Adel Bino, 2013*), acentuándose para el caso de

Cuadro 4.3: Regresión Probit multinomial para la decisión de gobierno corporativo condicionado a la política de dividendos.

Variables	Mecanismos de Gobierno Corporativo			
	Funcionamiento del directorio		Relación con Stakeholders	
	C/Pago de Dividendos	S/Pago de Dividendos	C/Pago de Dividendos	S/Pago de Dividendos
Q de Tobin	-0.0150 (-0.65)	0.0224 (2.21)**	-0.0002 (-0.13)	0.0043 (0.46)
Dividendos	-0.0932 (-2.35)**		0.1475 (-2.26)**	
Costos de Agencia	0.4788 (3.26)***	-0.1554 (-4.37)***	0.2528 (2.17)**	-0.3346 (3.17)***
Primer Accionista	-0.2389 (-2.33)**	0.5524 (3.24)***	0.3659 (2.22)**	-0.2649 (3.03)***
Quinto Mayor Accionista	-0.3601 (-0.23)	3.2962 (2.93)***	-0.0047 (-0.27)	2.1053 (4.01)***
Retorno sobre Activos	0.7605 (2.74)***	1.4328 (3.24)***	0.5216 (2.24)**	0.7419 (3.48)***
Endeudamiento	-0.1669 (-1.98)**	0.2398 (2.48)**	-0.3371 (-3.25)***	0.2784 (2.38)**
Edad de la Firma	0.0007 (0.38)	-0.0024 (-0.74)	0.0003 (0.16)	0.0112 (0.24)
Solvencia Financiera	0.0321 (2.42)**	0.0432 (2.03)**	0.1357 (3.14)***	0.1693 (2.97)***
Tamaño	0.0311 (0.71)	0.0035 (0.05)	0.0015 (0.26)	0.0024 (0.61)
Remuneración Presidente	0.0020 (0.04)	0.4379 (3.53)***	-0.0143 (-2.23)**	-0.4315 (-3.31)***
Remuneración Directorio	-0.0766 (-1.14)	0.5347 (2.46)**	-0.0372 (-1.86)*	-0.1425 (-2.14)**
Tamaño Directorio	0.0038 (0.08)	0.0629 (0.62)	0.0017 (0.23)	0.0021 (0.31)
Directores Independientes	0.3617 (0.83)	-1.7112 (-3.27)***	-0.0240 (-0.22)	-0.0174 (-0.45)
Comité de Auditoria	0.2007 (1.89)*	0.5533 (1.86)*	-0.0037 (-0.21)	-0.0101 (-0.82)
Independencia Comité	0.1492 (0.58)	2.1513 (2.10)**	0.0102 (0.23)	0.0237 (0.95)
Global	(93.17)***	(94.02)***	(93.17)***	(94.02)***
Pseudo R2	0.44	0.47	0.44	0.47
Observaciones	113	72	113	72

Los supra índices ***, **, *; indican significancia al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4.4: (Continuación) Regresión Probit multinomial para la decisión de gobierno corporativo condicionado a la política de dividendos.

Variables	Mecanismos de Gobierno Corporativo			
	Compensación a Ejecutivos		Políticas de Control Interno	
	C/Pago de Dividendos	S/Pago de Dividendos	C/Pago de Dividendos	S/Pago de Dividendos
Q de Tobin	-0.0122 (-0.57)	0.0552 (3.27)***	0.0276 (0.84)	0.0327 (2.30)**
Dividendos	0.1758 (2.35)**		0.2447 (3.15)***	
Costos de Agencia	0.4519 (4.28)***	-0.2324 (-2.87)***	-0.1336 (-3.30)***	0.8880 (4.96)***
Primer Accionista	-0.3493 (-3.58)***	0.4586 (5.40)***	0.5873 (2.27)**	-0.6110 (-2.34)**
Quinto Mayor Accionista	-1.7841 (-1.99)**	3.8167 (2.97)***	1.0489 (0.93)	4.0128 (3.68)***
Retorno sobre Activos	0.5399 (3.81)***	0.6920 (2.98)***	0.4222 (3.05)***	0.7408 (2.12)**
Endeudamiento	-0.3542 (-3.19)***	0.2211 (2.74)***	0.2207 (2.90)***	0.1609 (1.99)**
Edad de la Firma	0.0008 (0.84)	-0.0010 (-0.81)	-0.0015 (-0.73)	0.0034 (0.99)
Solvencia Financiera	0.0946 (3.56)***	0.1539 (2.06)**	0.2504 (4.07)***	0.4171 (4.45)***
Tamaño	-0.0371 (-1.07)	0.0608 (2.01)**	0.0044 (0.08)	-0.0643 (-0.77)
Remuneración Presidente	0.0918 (1.18)	0.2533 (2.28)**	-0.0935 (-1.05)	0.6913 (2.30)**
Remuneración Directorio	-0.0294 (-0.69)	0.3315 (3.21)***	0.3086 (2.35)**	0.8662 (2.23)**
Tamaño Directorio	0.0227 (0.89)	-0.1619 (-1.41)	-0.0276 (-0.51)	0.0991 (0.90)
Directores Independientes	-0.3844 (-0.94)	0.0101 (0.02)	0.0467 (0.08)	1.7010 (2.23)**
Comité de Auditoria	0.0360 (2.47)**	-0.1173 (-2.04)**	-0.1330 (-0.90)	0.6694 (3.59)***
Independencia Comité	0.3031 (1.06)	0.3218 (0.81)	-0.1641 (-0.43)	2.4732 (2.94)***
Global	(93.17)***	(94.02)***	(93.17)***	(94.02)***
Pseudo R2	0.44	0.47	0.44	0.47
Observaciones	113	72	113	72

Los supra índices ***, **, *; indican significancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

la Compensación a Ejecutivos. En cuanto a las firmas que no pagan dividendos, se tiene que si la participación del quinto mayor accionista aumenta, esto traerá consigo una mayor probabilidad de aplicar cualquiera de las cuatro categorías, lo anterior es lógico puesto que en Chile al existir una alta concentración de la propiedad, los accionistas minoritarios buscarán el resguardo de sus intereses mediante las buenas prácticas de gobernanza (*Aggarwal et al.*, 2008). Mientras más apalancadas se encuentran las firmas chilenas, y si además estas mantienen pagos de dividendos, se reducirá la probabilidad de aplicar buenas prácticas de gobernanza mediante tres de las cuatro categorías, sin embargo, aumentará la probabilidad de desarrollar un buen gobierno corporativo por la vía de controlar las políticas internas. Para las firmas que no pagan dividendos, el aumentar su nivel de apalancamiento conllevará a una elección transversal de cualquiera de las cuatro categorías de gobernanza (*Jensen*, 1986).

En cuanto a las dietas tanto del presidente como de la junta directiva, se aprecia que para las firmas que no pagan dividendos y que suben el nivel de dietas, aumenta la probabilidad de aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo mediante el funcionamiento del directorio, la compensación a ejecutivos y las políticas de control interno, pero dicha probabilidad disminuye si se enfoca en relacionarse con los stakeholders. Para el caso de las firmas que pagan dividendos se tiene que si aumentan ambas dietas, ya sea del presidente o de la junta, se reduce la probabilidad de desarrollar buenas prácticas por la vía de la relación con stakeholders, no obstante, si las firmas sólo aumentan la remuneración de la junta, se eleva la probabilidad de aplicar una buena gobernanza mediante las políticas de control interno (*Núñez*, 2012).

Ahora bien, si el grado de independencia de los directivos que conforman la junta para las firmas que no pagan dividendos aumenta, la probabilidad de aplicar gobiernos corporativos por la vía del funcionamiento del directorio disminuye, pero a su vez aumenta la probabilidad de aplicar políticas de control interno. Lo anterior puede deberse a que ante la ausencia de la política de dividendos, las firmas priorizarán la independencia de los directivos, buscando aplicar o mejorar las políticas de control interno (*Setia-Atmaja*, 2009).

Ante la existencia de un comité de auditoría para las firmas chilenas que pagan dividendos, si el nivel de relevancia de éste aumenta, se eleva de manera automática la probabilidad de aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo mediante el correcto funcionamiento del directorio y la compensación a ejecutivos, lo anterior puede deberse a que el directorio se encuentra bajo mayores exigencias y un mayor monitoreo por parte del comité (*Hayes, Mehran y schaefer*, 2004). No obstante, para las firmas que no pagan dividendos se produce el efecto contrario, es decir, aumentará la probabilidad de aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo con una mayor significancia estadística por la vía del control interno, y a su vez se reduce la probabilidad de ejecutar un buen gobierno mediante la compensación a ejecutivos. Finalmente, el aumento del grado de independencia del comité para las firmas que no pagan dividendos, eleva la probabilidad de implementar buenas prácticas mediante el funcionamiento del directorio y las políticas de control interno (*Hayes, Mehran y schaefer*, 2004).

Capítulo 5

Conclusiones

Nuestra investigación se ha basado en un análisis a 185 empresas chilenas que en el año 2013 cotizaron en la Bolsa de Comercio de Santiago. La motivación de nuestro estudio yace en la relevancia que ha tenido en los últimos años la política de dividendos y los gobiernos corporativos para mitigar los costos de agencia en las firmas chilenas. En base a ello, en nuestro estudio buscamos determinar si ambas políticas actuarían de manera complementaria o sustituta. Hemos encontrado evidencia de que ambas políticas son importantes para controlar los conflictos de agencia, sobre todo en un entorno como el chileno que se caracteriza por ser concentrado, pero si ambas políticas se aplican de manera simultánea encontramos que la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo tiene un impacto significativamente mayor en la mitigación de los conflictos de agencia de dichas firmas.

Con respecto a lo señalado anteriormente, los resultados obtenidos de la regresión 3SLS muestran que existen diferencias significativas entre las empresas que incorporan mecanismos de gobiernos corporativos y aquellas que no lo hacen. En Chile, una de las variables relevantes que ayuda a aumentar los conflictos de agencia, es la alta concentración de la propiedad, nuestros resultados demuestran que mientras los accionistas minoritarios aumenten su participación, los costos de agencia se verán incrementados en ausencia de gobiernos corporativos, sin embargo, al incorporar buenas prácticas de gobernanza se produce un efecto contrario, es decir, mientras más diluida la propiedad menores son los costos de agencia. Además, los resultados demuestran que aquellas empresas que mantienen mayores oportunidades de crecimiento el mercado las premian otorgándoles mayor valor, así también, ocurre para aquellas que poseen una mayor solvencia financiera y un mayor endeudamiento.

Por otra parte, los resultados de las ecuaciones simultáneas nos indican que aquellas empresas que no manejan mecanismos de gobernanza utilizan la política de dividendos para mitigar los conflictos de agencia, ahora bien, si dichas empresas deciden incorporar buenas prácticas de gobierno corporativo el impacto que genera esta incorporación absorbe el efecto de los dividendos, siendo el gobierno corporativo una política más efectiva para la mitigación de los conflictos de agencia, esto demuestra que los gobiernos corporativos y la políticas de dividendos son mecanismos sustitutos.

Por otro lado, los resultados de la regresión Probit multinomial señalan que la política de pago de dividendos condiciona la decisión o elección de alguna de las cuatro categorías de gobierno corporativo. En este sentido, si las empresas se enfrentan a mayores oportunidades de crecimiento y mayor solvencia financiera tienen una mayor probabilidad de desarrollar buenas prácticas de gobierno corporativo. En cuanto a la valoración del mercado, si las firmas no pagan dividendos el mercado considera que tienen mayor capacidad para generar valor si aplican buenas prácticas de gobierno corporativo, esto refuerza nuestra idea de que cuando las firmas no apliquen una política de dividendos buscan mitigar los costos de agencia por la vía de buenas prácticas de gobernanza. Las firmas chilenas que se encuentran pagando dividendos se caracterizan por reducir la probabilidad de aplicar buenas prácticas de gobiernos corporativos mediante el funcionamiento del directorio, sustituyendo esta práctica por las otras tres categorías recomendadas por la OECD.

En cuanto a los conflictos de agencia, se tiene que la política de dividendos incide positivamente en la elección de aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo por la vía de la compensación a ejecutivos, funcionamiento del directorio y la relación con los stakeholders, lo anterior se da en aquellas situaciones en que las firmas chilenas realicen un pago de dividendos. En relación a la concentración de la propiedad, encontramos que si la concentración aumenta para aquellas firmas que se encuentran pagando dividendos, trae aparejado consigo que éstas compensen los altos niveles de concentración, mediante la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo por la vía de políticas de control interno y la relación con los stakeholders. Con todo, se tiene que si aplicamos alguna de las categorías de gobierno corporativo en las firmas chilenas, esta elección estará condicionada por la política de dividendos que maneje la empresa.

Finalmente, podemos señalar que nuestro estudio ha dado respuesta a las interrogantes planteadas en un inicio, sin embargo, consideramos que sería interesante analizar en posteriores investigaciones cómo han evolucionado ambas políticas en el transcurso de los años, es decir, si su relación e impacto ha cambiado en las firmas chilenas.

Bibliografía

- [1] Abdel-Halim, M. S., & Bino, A. S. (2013), “Corporate Governance and Dividend Policy When Investor Protection Is Weak”, Available at SSRN 2416432.
- [2] Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2010), “Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes, and consequences”, *Review of Financial Studies*, 23(3), 3131-3169.
- [3] Asquith, P., & Mullins Jr, D. W. (1983), “The impact of initiating dividend payment on shareholders wealth”, *Journal of business*, 77-96.
- [4] Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004), “Corporate governance study: the correlation between corporate governance and company performance”, *Corporate Governance Study*, Institutional Shareholder Services.
- [5] Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1982), “Optimal managerial contracts and equilibrium security prices”, *The Journal of Finance*, 37(2), 275-287.
- [6] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), “Agency problems and residual claims”, *Journal of law and Economics*, 327-349.
- [7] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of law and economics*, 301-325.
- [8] Gugler, K. (2003), “Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment”, *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297-1321.
- [9] Hayes, R., Mehran, H., & Schaefer, S. (2004), “Board committee structures, ownership, and firm performance”, In *Federal Reserve Bank of New York Finance Seminar Series*, New York University, New York.
- [10] Hung, H. (1998), “A typology of the theories of the roles of governing boards”, *Corporate governance*, 6(2), 101-111.

- [11] Jensen, M. C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review*, 76(2).
- [12] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- [13] Klapper, L. F., & Love, I. (2004), "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- [14] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- [15] Lee, T. S., & Yeh, Y. H. (2004), "Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan", *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 378-388.
- [16] Lefort, F. (2003), "Gobierno Corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?", *Cuadernos de economía*, 40(120), 207-237.
- [17] Lefort, F., & González, R. (2008), "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile", *Revista Abante*, 11(1), 17-37.
- [18] Maquieira, C., FUENTES, O., & María, O. (1997), "Política de dividendos en Chile, 1993 y 1994", *Estudios de Administración*, 4(1), 79-112.
- [19] Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- [20] Mitton, T. (2004), "Corporate governance and dividend policy in emerging markets", *Emerging Markets Review*, 5(4), 409-426.
- [21] Morales, M., Meléndez, M. J., & Ramírez, V. (2013), "Determinants of Ownership Concentration and Tender Offer Law in the Chilean Stock Market", *Cepal Review*, (110), 175-188.
- [22] Muñoz, M., Burgos, L., Díaz, P., Navarrete, V. (2015), "Corporate governance and choosing OECD good practice: How to decide Chilean companies?", Department of Business Management, University of Concepcion.
- [23] Muñoz, M., Burgos, L., Díaz, P., Navarrete, V. (2015), "OECD good practice principles, directories and committees: What happens to the value of Chilean companies?", Department of Business Management, University of Concepcion.

- [24] Núñez Regauer, F. D. P. (2012), “Los directores que son familiares de los controladores ganan más”, Escuela de Ingeniería, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- [25] O’Connor, T. (2013), “Dividend payout and corporate governance in emerging markets: which governance provisions matter?”, *International Journal of Corporate Governance*, 4(2), 181-207.
- [26] Pérez, S. P. (2007), “Remuneración de directorio y gobierno corporativo”, Doctoral dissertation, Pontificia Universidad Católica de Chile”.
- [27] Raheja, C. G. (2005), “Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards”, *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(02), 283-306.
- [28] Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012), “Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies”, *Corporate Governance: an international review*, 20(2), 125-143.
- [29] Ross, S. A. (1977), “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”, *The bell journal of economics*, 23-40.
- [30] Rozeff, M. S. (1982), “Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios”, *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- [31] Sakawa, H., Moriyama, K., & Watanabel, N. (2012), “Relation between top executive compensation structure and corporate governance: Evidence from Japanese public disclosed data”, *Corporate Governance: An International Review*, 20(6), 593-608.
- [32] Setia-Atmaja, Lukas Y. (2009), ”Governance mechanisms and firm value: The impact of ownership concentration and dividends”, *Corporate Governance: An International Review* 17.6: 694-709.
- [33] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997), “A survey of corporate governance”, *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- [34] Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989), “Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model”, *Journal of management*, 15(2), 291-334.