



MEMORIA PARA OPTAR AL TÍTULO DE INGENIERÍA COMERCIAL

Relación Entre Gobierno Corporativo Y Desempeño De Las Empresas Que Crean Valor

Caso De Las Sociedades Anónimas Chilenas Que Componen El IGPA

Alumnos: Marcelo Arévalo Alegría.

Vivian Moraga Dionicio.

Profesora: Mg. Andrea King Domínguez.

CONCEPCIÓN, MARZO 2018.

Índice

Contenido

Índice 1

Contenido	1
Índice de Tabla	3
Índice de Figuras	3
Resumen	5
CAPITULO 1: INTRODUCCIÓN	6
1.1. Introducción Al Gobierno Corporativo.	7
1.2. Palabras claves de la investigación.....	10
1.3. Objetivos generales y específicos del proyecto.	10
CAPITULO 2: Marco Teórico	11
2.1. Creación de valor.....	12
2.2. Principales Instituciones Rectoras De Gobierno Corporativo.....	14
2.2.1. Informe De Cadbury.	15
2.2.2. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20.....	16
2.2.3. Mesa redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo.....	19
2.2.4. Marco Regulatorio Que Rigen Los Gobiernos Corporativos En Chile.	20
2.2.5. Principios de GC que rigen a las empresas que componen el Inter-10 de La Bolsa De Comercio de Santiago.	24
2.3. Fundamentos de la Investigación del GC.....	29
2.3.1. Teoría de Agencia.....	29
2.3.2. Teoría Institucional.....	33
2.4. Importancia del estudio del Gobierno Corporativo.....	36
2.4.1. Directorio.....	38
2.4.2. Funciones Del Directorio.....	40
2.4.3. Estructura del Consejo de Administración.	43
CAPITULO 3: Hipótesis y Metodología	45
3.1. Presencia equilibrada de género en el directorio.....	47
3.2. Tamaño del directorio.....	48
3.3. Independencia del directorio.....	51

3.4. Diligencia del comité de directores	56
3.5. Concentración de la propiedad	59
3.6. Metodología, definición de variables y muestra.....	60
3.6.1. Metodología.....	60
3.6.2. Muestra	61
3.7. Definición de variables.....	62
3.7.1. Variables dependientes.....	62
3.7.2. Variables independientes	65
3.7.3. Variables de control	67
Capítulo 4: Modelo Empírico	69
4.1. Regresión Lineal y pruebas de hipótesis con variable dependiente ROA	74
4.1.1. Test de Exogeneidad	76
4.1.2. Test de Homocedasticidad	77
4.1.3. Test de Multicolinealidad	79
4.2. Regresión Lineal y pruebas de hipótesis con variable dependiente ROE	80
4.2.1. Test de Exogeneidad	82
4.2.2. Test de Homocedásticidad	82
4.2.3. Test de Multicolinealidad	84
4.3. Regresión Lineal y pruebas de hipótesis con variable dependiente MV	85
4.3.1. Test de Exogeneidad.....	87
4.3.2. Test de Homocedásticidad	88
4.3.3. Test de Multicolinealidad	90
4.4. Resultados Obtenidos	91
4.4.1. Estadísticos Descriptivos	91
4.4.2. Análisis de Resultados por Modelo aplicado.....	92
4.4.3. Análisis por Sector.....	94
5. Conclusiones y aportes	105
Modelo 1: ROA como variable dependiente	106
Modelo 2: ROE como variable dependiente.....	107
Modelo 3: MV como variable dependiente	108
6. BIBLIOGRAFÍA	111
7. ANEXOS.....	118

Índice de Tabla

TABLA 1 ACRÓNIMOS Y SIGLAS.	4
TABLA 2 EMPRESAS QUE COMPONEN EL INTER 10.....	25
TABLA 3 RESUMEN VARIABLES DEPENDIENTES, INDEPENDIENTES Y DE CONTROL.	61
TABLA 4 REGRESIÓN LINEAL ROA	74
TABLA 5 TEST DE RAMSEY.....	76
TABLA 6 TEST DE BREUSCH PAGAN.....	77
TABLA 7 TEST DE WHITE	77
TABLA 8 CORRECCIÓN HETEROCEDASTICIDAD.....	78
TABLA 9 TEST VARIANCE INFLATION FACTOR.....	79
TABLA 10 REGRESIÓN LINEAL ROE	80
TABLA 11 TEST DE RAMSEY.....	82
TABLA 12 TEST DE BREUSCH PAGAN.....	82
TABLA 13 TEST DE WHITEFUENTE: STATA	83
TABLA 14 TEST VARIANCE INFLATION FACTOR.....	84
TABLA 15 REGRESIÓN LINEAL MV	85
TABLA 16 TEST DE RAMSEY.....	87
TABLA 17 TEST DE BREUSCH PAGAN.....	88
TABLA 18 TEST DE WHITE	88
TABLA 19 CORRECCIÓN DE HETEROCEDASTICIDAD.....	89
TABLA 20 TEST VARIANCE INFLATION FACTOR.....	90
TABLA 21 ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS.....	91
TABLA 22 RESULTADOS REGRESIÓN LINEAL POR MODELOS SIN SECTOR	92
TABLA 23 SIGNIFICANCIA Y COEFICIENTES SECTOR BANCA.....	95
TABLA 24 SIGNIFICANCIA Y COEFICIENTES SECTOR CONSUMO.....	98
TABLA 25 SIGNIFICANCIA Y COEFICIENTES SECTOR INDUSTRIAL.....	100
TABLA 26 SIGNIFICANCIA Y COEFICIENTES SECTOR UTILITIES	102
TABLA 27 SIGNIFICANCIA Y COEFICIENTES SECTOR OTROS	103

Índice de Figuras

FIGURA 1 TEORÍA DE AGENCIA	30
FIGURA 2 SUPUESTOS CONDUCTISTAS, TEORÍAS ECONÓMICAS DE LA ORGANIZACIÓN Y EL PAPEL DEL GC.....	36
FIGURA 3 COMPOSICIÓN DEL IGPA.....	94

Tabla 1 Acrónimos y Siglas.

Acrónimos y Siglas	Significado
GC	Gobierno Corporativo
CA	Consejo de Administración (directorio)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
IFC	Corporación Financiera Internacional
IGPA	Índice General De Precios Accionarios De Chile
GCGF	Foro Global de Gobierno Corporativo
SVS	Super Intendencia de valores y seguros
SBIF	Super Intendencia de Bancos e Instituciones Financieras
SAFP	Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones
ROE	Retorno sobre la inversión
ROA	Retorno sobre el activo
MV	Margen sobre ventas

Resumen

El objetivo de esta memoria de título es analizar si aspectos relativos al gobierno corporativo (GC) de las empresas afecta el valor de las mismas. Los aspectos analizados se relacionaban directamente con el Consejo de Administración (CA), ya que éste es parte fundamental del GC.

La muestra utilizada en el estudio consideró a todas las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago y que son la base de cálculo del Índice General de Precios Accionarios (IGPA). En donde las principales compañías cotizadas en el mercado emergentes chileno con una estructura de propiedad altamente concentrada y un mercado de capitales relativamente menos desarrollado.

Para ello, planteamos diferentes hipótesis que abordan la relación que existe entre el porcentaje de miembros independientes del CA, así como el tamaño de este organismo, diligencia del comité de directores, presencia equilibrada de género y estructura de propiedad, con la creación de valor en las empresas. Aquello lo mediremos por medio de la rentabilidad económica de la empresa (ROA y ROE) y el ratio margen de ventas (MV). Adicional a esto, se utilizaron dos variables de control nivel de endeudamiento NEND y tamaño de la empresa TEMP. Utilizando una muestra de empresas cotizadas en el periodo de ejercicio 2016, los resultados no fueron homogéneos puesto que revelaron diversos resultados.

Concretamente, las conclusiones revelan que ningún modelo es significativo de manera global, sin embargo se encontraron variables significativas a nivel individual en los modelos ROA y MV, no así en el indicador ROE. Las variables que resultaron ser significativas fueron endeudamiento NEND, número de reuniones NREUC y propiedad PROP. En términos generales a medida que aumenta el endeudamiento en las empresas disminuye el valor del indicador ROA pues presentan una relación inversa en el modelo. La mayor concentración de propiedad tiene como efecto en las empresas analizadas un aumento del ratio MV. Por su parte la mayor actividad de la junta del comité de directores eleva el valor del MV.

Con el objeto de depurar aún más la información se procedió a clasificar y regresionar por sector en las empresas que componen la muestra, obteniendo así resultados sectoriales y diversos de las variables, tal como se apreciarán en el desenlace de esta presente memoria.

CAPITULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1. Introducción Al Gobierno Corporativo.

Los trances surgidos en los últimos tiempos (Enron, Tyco, WorldCom y otros), a causa de conflictos de intereses dentro de las sociedades, el surgimiento de nuevos fraudes financieros y el aprovechamiento de las asimetrías de información no han cesado, repercutiendo negativamente en los resultados empresariales. Todo esto ha ido generando la necesidad de que las entidades que participan y dan soporte a los mercados cuenten con buenas prácticas de GC y que éstas sean aplicadas de manera eficiente y efectiva. Todo ello, para preservar los principios que deben tener los mercados, promover el desarrollo sostenible de las economías y fortalecer la confianza de los inversionistas tanto locales como extranjeros.

El funcionamiento de las economías de mercado depende fundamentalmente, entre otras cosas, de la confianza. Por tal motivo es de relevancia velar por un sistema de GC que permita la total transparencia, a modo de evitar las fatales consecuencias provocadas por los casos fraudulentos.

Aquella situación ha llevado a un creciente interés el estudio de la relación entre GC y desempeño de la empresa, logró consigo que se genere la necesidad de contar con una serie de códigos y leyes que delimiten el poder de los directivos y marquen pautas de actuación en el funcionamiento global del gobierno de la empresa.

Los códigos proporcionan conjuntos de recomendaciones que las empresas cotizadas deben tener en cuenta al emitir sus informes anuales sobre GC. En particular, incluyen varios principios universales clave para un GC efectivo, con el fin de lograr un equilibrio entre los directores ejecutivos y no ejecutivos y una clara división de responsabilidades entre el presidente y el director ejecutivo (Villanueva-Villar, Rivo-López, & Lago-Peñas, 2016). Instituciones líderes mundiales como la OCDE, la IFC y el Banco Mundial, enfatizan fuertemente el desarrollo de diferentes regulaciones, directrices y códigos de buena gobernanza en todo el mundo.

Una de las principales causas de la crisis financiera (2009-2012) fue el fracaso del GC. La inversión y los bancos comerciales en el mundo desarrollado violaron dos principios básicos de GC: transparencia y rendición de cuentas, y esto dio lugar a la crisis. En un intento de mitigar estas consecuencias, se crearon los códigos de Buen Gobierno a nivel internacional, estableciendo recomendaciones para orientar las mejores prácticas, pero sin establecer reglas para garantizar su cumplimiento (Villanueva-Villar et al., 2016, citando a Bekiaris et al., 2013).

Otros escándalos financieros acontecidos tales como el colapso del *Bank of Credit and Commerce International*, en Gran Bretaña, con la consecuente exposición de sus generalizadas prácticas delictivas, y el descubrimiento póstumo de la apropiación de 440 millones de libras esterlinas por Robert Maxwell del patrimonio de los fondos de pensiones del *Maxwell Group*, así como de la posterior declaración de quiebra de dicho grupo económico en 1992. En donde, se puso en tela de juicio la fiabilidad en las normas contables, la confianza en el trabajo de los auditores, pero sobre todo, la ausencia de un marco claro que garantizara que los miembros del consejo mantuvieran el control de sus empresas ante la falta de ética profesional de sus administradores.

Debido a estos sucesos, la urgencia de la elaboración de diversos códigos de buenas prácticas que en cierta forma regularan el comportamiento de los distintos actores dentro de las organizaciones se hizo indispensable, un informe muy relevante es el Informe Cadbury el cual puso en el centro del debate académico la elaboración de los Principios de GC, los cuales comprendidos en dicho informe han sido definidos como un código deontológico de la actividad financiera y contable de las sociedades.

El GC puede ser definido como el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor económico en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial. Así, un adecuado GC debe alinear incentivos y promover el respeto a los derechos de los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa, con el fin de garantizar una distribución de las rentas que incentive la realización de las inversiones necesarias para el desarrollo de la compañía. (Lefort & Gonzáles, 2008)

También puede entenderse por GC el cúmulo de las instituciones y marcos regulatorios que supeditan el ejercicio del poder y el control de la empresa. Otra opinión complementaria es la de los autores citados por Contreras et al., (2008). Parisi, Godoy y Parisi (2000) y Gasco, Segurando y Quintana (2005), al indicar que el GC se refiere al conjunto de reglas y normativas que guía el comportamiento de los accionistas, directores y administradores de la empresa, y que define las obligaciones y las responsabilidades de estos con los accionistas minoritarios. (Aníbal, Contreras, Ricardo, & Garnica, 2008).

De acuerdo a Lefort (2003), el GC consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo. Esto es crucial para proveer los incentivos adecuados para que se realicen las inversiones necesarias para el desarrollo de la empresa. La razón para que esto no ocurra en forma automática es la existencia de asimetrías de información y la imposibilidad de implementar contratos frente a cada una de las posibles eventualidades futuras.

Por su parte la OCDE (2004) acota que el GC es un sistema a través del cual las empresas son dirigidas y controladas.

Zingales (1997), plantea que la idea de un GC se relaciona con el ejercicio de la autoridad en la toma de decisiones que afectan a los intereses de distintas partes.

Bohórquez (2011), enfatiza que el GC surge como respuesta a los problemas de agencia o conflictos de interés entre los miembros de la organización, además de los costos de transacción que emergen de los problemas de agencia. Dichas situaciones incrementan los niveles de incertidumbre y evidencian la necesidad de la función de supervisión/control.

Mathiesesen (2001) propone que el GC consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los distintos participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo.

Este trabajo de grado tiene por objeto Comprobar empíricamente si atributos y características de la composición del directorio de las empresas que componen el IGPA contribuyen en la creación de valor. Se basa en un conjunto de datos que incluye las compañías que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el periodo contable 2016. La atención se centra en la estructura y composición de los directorios y como estas pueden influir en el desempeño económico de la empresa. En lo particular, se analiza el efecto de cuatro variables: Tamaño del directorio (N° de miembros); Independencia del consejo, considerada como el porcentaje de directores que son independientes, según lo dictado por las normas de GC chilenas; Diligencia del consejo, medida como el número de reuniones que se llevan a cabo en el comité; y la cuarta variable dice relación con el porcentaje de mujeres que componen el directorio.

1.2. Palabras claves de la investigación

Gobierno corporativo, desempeño, teoría de agencias, teoría institucional, consejo de administración, creación de valor, directorio.

1.3. Objetivos generales y específicos del proyecto.

Objetivo General:

- ✓ Comprobar empíricamente si atributos y características de la composición del directorio de las empresas que componen el IGPA contribuyen en la creación de valor.

Objetivos específicos:

- ✓ Identificar el concepto de Gobierno Corporativo en el contexto de la creación de valor.
- ✓ Determinar los atributos y características del Gobierno Corporativo que tienen efecto en la creación de valor.
- ✓ Seleccionar el método estadístico a aplicar para determinar si ciertos atributos del directorio son significativos en la creación de valor.
- ✓ Aplicar el método estadístico seleccionado en la muestra previamente escogida.
- ✓ Concluir si los atributos del consejo de administración destacados por la literatura, poseen efecto en la creación de valor en las empresas que componen la muestra.

CAPITULO 2: Marco Teórico

2.1. Creación de valor.

Se entiende por creación de valor de una empresa como, el valor de un conjunto de elementos, materiales, inmateriales y humanos que integran y/o constituyen la empresa.

Se trata de un valor o precio conjunto, de la empresa como organización, que incluye no sólo el valor en el presente de los diferentes bienes, derechos y obligaciones integrantes de su patrimonio, sino también las expectativas acerca de los beneficios que se espera que la empresa genere en el futuro, vale decir las sinergias expectantes que pueda lograr dicha institución.

Además, desde la mirada financiera, la misión la entendemos como la maximización del valor de la empresa, como resultado de un proceso de creación de valor, ciertamente en un contexto de restricciones o consideraciones no solo legales, sino también morales y éticas.

El proceso de creación de valor consiste básicamente en la capacidad de la empresa para tomar decisiones que le permitan alcanzar un valor presente de sus flujos de caja futuros mayor que el requerido para recuperar lo invertido y pagar los costos de su financiamiento.

Los autores tienden a coincidir en que la gerencia debe asumir como objetivo general de la organización la maximización del valor para los accionistas y que deben alinear todas las prácticas y políticas de la organización con este objetivo general. El enfoque de creación de valor para el accionista representado por estos autores, asegura que las empresas sean gestionadas de manera que se procure un rendimiento creciente para los inversionistas, ya que sus expectativas resultan siendo superadas cada vez, al menos en teoría. (Rapallo, 2002)

Cuando se habla de determinar el valor de una empresa surgen diversos métodos o modelos a lo largo de la historia, si bien ninguno de ellos goza de general aceptación, porque todo problema de valoración tiene una componente subjetiva y entraña, por tanto, y por lo regular, un elevado margen de relatividad.

Ocurre, sin embargo, que debido a la heterogeneidad del producto intercambiado, nunca una empresa es idéntica a otra, por más que las dos sean del mismo tamaño y se dediquen a la misma actividad o negocio, a la falta de regularidad de los intercambios, no se compran ni venden empresas todos los días y a la existencia de un número de vendedores y compradores necesariamente reducido nunca

podrá existir un mercado de empresas que funcione con la suficiente perfección. De ahí que para fijar el valor de una empresa se tenga que partir de ciertos indicadores o variables proxy, como son los de valor contable, valor sustancial, valor de liquidación, valor de rendimiento, fondo de comercio o valor bursátil, que debidamente combinados, promediados o corregidos permiten formular estimaciones razonables del verdadero valor de la empresa.

De acuerdo a lo que plantea (Milla, 2002) Unos de los indicadores más adecuados para medir el éxito de la empresa se relacionan con su capacidad para crear valor. La práctica financiera ofrece una serie de parámetros que pretenden evaluar la calidad de la gestión y que, con mayor o menor intensidad, se relacionan con la creación de valor: rentabilidad económica (ROI), rentabilidad financiera (ROE), valor económico añadido (EVA), cash value added (CVA), margen sobre ventas (MV), cash flow return on investments (CFROI), total shareholder return (TSR), etc.

Por otro lado el autor (Rapallo, 2002) indica que, los métodos de análisis correspondientes incluyen siempre procedimientos matemáticos financieros, en algunos casos se basan en la información contable como son el EVA, CVA, MV y los ratios de rentabilidad tales como el ROE, ROI, ROA, etcétera. Y otros se basan en información correspondiente a los flujos de caja libres usando indicadores como el VAN, que miden el valor adicional que aporta un proyecto al valor de la empresa, después de haber devuelto la inversión y el costo del dinero. Carmen Rapallo afirma que se ha creado valor cuando la empresa ha generado una rentabilidad superior a la esperada por los accionistas según sus expectativas

Sin embargo, ninguno de estos indicadores es perfectos, ya que poseen ciertas deficiencias para medir con exactitud la creación de valor, por medir actuaciones pasadas y omitir el valor creado por los cambios de expectativas. De hecho, estos índices favorecen cosechar resultados a corto, deteriorando el potencial para crear valor y, por tanto, con quebranto de los resultados de más largo plazo. Hay que tener mucho cuidado en su uso como orientación de la estrategia de la empresa.

2.2. Principales Instituciones Rectoras De Gobierno Corporativo.

A nivel internacional se ha observado una proliferación de iniciativas generadas tanto por entidades públicas como privadas o asociaciones entre ambas, que buscan establecer guías y lineamientos específicos que permitan a las entidades comprender, mejorar y aplicar prácticas de buen GC, responsabilidad social y desarrollo sostenible.

Aquello permite a las entidades no solo dar señales de que su actuar estará ligado al mejor interés de sus grupos de interés, alineado a la legislación pertinente y a las definiciones estratégicas de la entidad, maximizando con ello el valor individual de la empresa, sino que también que contará con mayor resiliencia ante la ocurrencia de fraudes o la materialización de riesgos internos y externos. (Superintendencia de valores y seguros, *Fortalecimiento de Estándares de Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Abiertas*, 2015).

Un código deontológico de la actividad financiera y contable de las sociedades es el Informe Cadbury el cual posee una especial relevancia, pues puso en el centro del debate académico la elaboración de los Principios de Gobierno Corporativo.

Otra de las iniciativas rectoras publicadas por primera vez en 1999 y avalados por el Consejo para la Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés) como uno de 12 estándares claves para sustentar la estabilidad financiera global, son los Principios de la OCDE los cuales se han convertido desde entonces en un punto de referencia internacional para formuladores de políticas, inversionistas, empresas y otros interesados en todo el mundo. Han hecho progresar la agenda de GC y han provisto lineamientos específicos para iniciativas legislativas y regulatorias tanto en países miembros como en países no miembros de la OCDE, apoyando mejores prácticas en temas como derechos y responsabilidades de los accionistas, divulgación de información y el ejercicio de responsabilidades de la Junta Directiva.

2.2.1. Informe De Cadbury.

En el año 1991 se creó un Comité en Reino Unido, compuesto por el Consejo de Información Financiera, la Bolsa de Londres y la Profesión contable, con el fin de estudiar los aspectos financieros y el control de las sociedades. En él se trataron temas tan relevantes como la organización y responsabilidad de los administradores, los derechos y obligaciones de los accionistas, y la regulación de las auditorías y de la profesión contable.

Dada la ambigüedad en las normas contables, las escasas presiones sobre las sociedades como sobre los auditores, la quiebra inesperada de grandes empresas, y por sobre todo la ausencia de un marco claro que garantizara que los miembros del consejo mantuvieran el control de sus negocios, indujeron la labor de fijar objetivos, responsabilidades, normas y valores claros, así como las estrategias para llevar a cabo la actividad propia de la propia empresa. Es por esto que se crea el Informe Cadbury.

El objetivo principal de este informe presentado por el Comité es ofrecer una “visión común de las medidas que hay que tomar en el ámbito de la información financiera y la contabilidad” debido a la constante preocupación sobre las normas de información financiera y contabilidad, es decir sobre el gobierno de sociedades.

Ahora bien cabe destacar que, el Informe es de naturaleza voluntaria, y más que disposiciones posee recomendaciones que las empresas podrían tomar para contribuir positivamente a la promoción de un buen GC, entre éstas se puede resaltar las siguientes:

- ✓ Tener una clara división de responsabilidades en la administración de la empresa, la cual puede consistir en separar el cargo de Presidente del Directorio del de Gerente, o la existencia de un mercado sector independiente en el Directorio.
- ✓ Tener claro que las responsabilidades del CA no se encuentran referidas solamente a la dirección de la misma, sino también al control de ella. Éste control deriva de la conformación dentro del CA (Directorio) de consejeros ejecutivos (llámense Gerentes) quienes tienen verdadero conocimiento de la situación de la empresa así como del desarrollo de sus actividades, pero además, en el CA debe existir una marcada presencia de directores independientes, no ejecutivos, Que puedan aportar confianza ante el mercado del manejo de

la empresa, y que tengan una visión panorámica del desarrollo de la actividad de la empresa dentro del sector del mercado en el que se desenvuelva.

- ✓ Un punto base según Cadbury, es que todo Consejo tenga cuanto mínimo tres consejeros no ejecutivos. Asimismo, la presencia de directores independientes dentro de los directores no ejecutivos constituye otra recomendación con la finalidad de asegurar que los directores se encuentren libres de toda relación empresarial que pueda interferir sustancialmente en la objetividad de su juicio en cuestiones de estrategia, rendimiento, recursos, nombramientos decisivos y normas de conducta.

2.2.2. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20

Los Principios de GC del G20 y de la OCDE ayudan a los legisladores a evaluar y mejorar el marco legislativo, reglamentario e institucional del GC, con el objetivo de favorecer la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible.

Estos principios se encuentran desde el año 1999, y a lo largo del tiempo se han convertido en un referente internacional para legisladores, inversores y otros actores interesados en todo el mundo.

En este apartado se apreciará la segunda revisión de los Principios que se llevaron a cabo en 2014 y 2015. La revisión se hizo sobre la versión de los Principios de 2004, que se basaba en el común entendimiento de que un alto grado de transparencia, rendición de cuentas, supervisión y respeto a los derechos de los accionistas así como al papel de los principales actores interesados, resultan esenciales para el buen funcionamiento de un sistema de GC.

Estos valores fundamentales se han conservado y fortalecido, dando cabida a la experiencia acumulada desde el año 2004 y garantizando así la alta calidad, la pertinencia y la utilidad de los Principios.

La segunda revisión se llevó a cabo bajo la responsabilidad del Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE, presidido por D. Marcello Bianchi. Todos los países del G20 que no pertenecen a la OCDE fueron invitados a participar en igualdad de condiciones. Asimismo, en dicha revisión colaboraron de forma activa organizaciones internacionales pertinentes, en particular, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Consejo de Estabilidad Financiera y el Banco Mundial. Cabe destacar que

también hubo una importante contribución de varias reuniones como las de la Mesa Redonda Regional sobre GC de la OCDE en América Latina, Asia, Oriente Medio y África del Norte.

El siguiente paso para la OCDE, en colaboración con el G20 y los actores interesados, es promover y supervisar la efectiva implantación de los Principios revisados. Ello incluirá la revisión exhaustiva de la Metodología para evaluar la aplicación de los Principios de GC.

Cabe destacar que los Principios son concisos, comprensibles y accesibles para la comunidad internacional. Basándose en los principios, es rol de los gobiernos, las administraciones o el sector privado evaluar la calidad del marco de GC y desarrollar normas obligatorias o voluntarias más detalladas que puedan tener en cuenta las diferencias jurídicas, económicas y culturales de cada país; éstos se centran en empresas que cotizan en bolsa, tanto financieras como no financieras, vale decir empresas grandes aunque también pueden estar interesadas en crear consciencia las empresas pequeñas.

El GC de una sociedad implica el establecimiento de un conjunto de relaciones entre la dirección de la empresa, su CA, sus accionistas y otros actores interesados. El GC proporciona también la estructura a través de la cual se fijan los objetivos de la sociedad y se determina la forma de alcanzarlos y supervisar su consecución.

Esto resulta de una gran importancia en los actuales mercados de capitales globalizados. Los flujos internacionales de capitales permiten a las empresas acceder a la financiación procedente de un mayor número de inversores. Si las empresas y los países desean aprovechar todos los beneficios de los mercados de capitales globales, así como atraer el capital “paciente” de largo plazo, las normas de GC deben ser creíbles, bien entendidas en todos los países y deben seguir principios internacionalmente aceptados. Aun cuando las empresas no dependan principalmente de capital extranjero, un marco de GC creíble, sustentado por mecanismos de control y supervisión eficaces, ayuda a la confianza de los inversores nacionales, reduce el costo del capital, mejora el buen funcionamiento de los mercados de capitales y, en última instancia, atrae fuentes de financiación más estables.

Los Principios que plantea a OCDE para ser puntos de referencia a nivel mundial que ayude a las organizaciones a establecer un buen GC se dividen en seis capítulos: I) Consolidación de la base para un marco eficaz de GC; II) Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave; III) Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios; IV) El papel de los actores interesados en el ámbito del GC; V) Divulgación de información y transparencia; y VI) Las responsabilidades del CA.

I) Consolidación de la base para un marco eficaz de GC: El marco de GC promoverá la transparencia y la equidad de los mercados, así como la asignación eficiente de los recursos. Será coherente con el Estado de Derecho y respaldará una supervisión y una ejecución eficaces.

II) Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave: El marco del GC protegerá y facilitará el ejercicio de los derechos de los accionistas y garantizará el trato equitativo a todos ellos, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos tendrán la posibilidad de que se reparen de forma eficaz las violaciones de sus derechos.

III) Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios: El marco del GC debe proporcionar incentivos sólidos a lo largo de toda la cadena de inversión y facilitar que los mercados de valores funcionen de forma que contribuya al buen GC.

IV) El papel de los actores interesados en el ámbito del GC: El marco de GC reconocerá los derechos de los actores interesados que disponga el ordenamiento jurídico o se estipulen de mutuo acuerdo y fomentará la cooperación activa entre éstos y las sociedades con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a la sostenibilidad de empresas sólidas desde el punto de vista financiero.

V) Divulgación de información y transparencia: El marco del GC garantizará la comunicación oportuna y precisa de todas las cuestiones relevantes relativas a la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la propiedad y sus órganos de gobierno.

VI) Las responsabilidades del CA: El marco para el GC debe garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección por parte del Consejo y la rendición de cuentas ante la empresa y los accionistas.

2.2.3. Mesa redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo

“La Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo fue la piedra angular a partir de la cual se desencadenó y fomentó una ola de reformas de GC en la región. Después de 10 años de trabajo, podemos decir que ha habido un cambio en la cultura de gobierno de las compañías.” *Álvaro Clarke, ex Superintendente de la SVS, Chile y participante activo de la Mesa Redonda.*

Hace 10 años se llevó a cabo la primera Mesa Redonda Latinoamericana de GC que fue establecida por la OCDE y el Banco Mundial en 2000, y cuenta desde sus inicios con el apoyo continuo de la IFC y del GCGF, así como también ha recibido, más recientemente, el apoyo financiero del Gobierno de España.

Esta institución tiene un rol clave el asistir a los países de América Latina, a través de su apoyo a los institutos locales de GC, a progresar en temas prioritarios como:

- ✓ Fortalecer el impacto de los inversionistas institucionales en GC.
- ✓ Mejorar la efectividad de las Juntas Directivas.
- ✓ Fortalecer el cumplimiento (enforcement) de normas.
- ✓ Desarrollar códigos de GC.
- ✓ Promover la implementación de buenas prácticas.

La forma de llevar a cabo sus políticas es convocando a experimentados formuladores de políticas, reguladores y actores del mercado (reguladores de valores, bolsas de valores, inversionistas, compañías, institutos de gobierno corporativo y otras partes interesadas) a entablar un diálogo estructurado. Siempre prestando especial atención a las circunstancias locales. Los participantes provienen tanto de países miembros de la OCDE como de países latinoamericanos, incluyendo a representantes de Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Costa Rica, Colombia, República Dominicana, Ecuador, México, Panamá, Perú, España, Suecia, Turquía, el Reino Unido, Uruguay, Estados Unidos y Venezuela.

Como referencia inicial para enmarcar sus debates, la Mesa Redonda se ha servido de los Principios de GC de la OCDE. Sin embargo, todas las iniciativas de la Mesa Redonda, se han centrado en adaptar

las recomendaciones globales a las circunstancias locales, empezando por su primera iniciativa de emprender un proceso de tres años para crear consenso sobre un conjunto de recomendaciones y prioridades adaptadas a las características de la región, publicada, en 2003, como el Papel Blanco sobre GC en América Latina. Desde entonces, el “Papel Blanco” se ha convertido en el punto de referencia principal para las iniciativas posteriores de la Mesa Redonda, que buscan seguir fomentado el progreso del GC, ahondando en las prioridades identificadas en este documento. Las conclusiones del “Papel Blanco” para América Latina, también constituyeron un aporte a la revisión en el 2004 de los Principios de GC de la OCDE.

2.2.4. Marco Regulatorio Que Rigen Los Gobiernos Corporativos En Chile.

Nuestro país tiene un mercado de capitales bastante propio de un país en desarrollo. Un mercado accionario muy pequeño, concentrado e ilíquido, un mercado de bonos aún incipiente, aunque con muchos avances en el último tiempo, y una banca concentrada que entrega préstamos principalmente de corto plazo. (Agosin & Pastén, 2003)

Tres entidades supervisan el funcionamiento de los mercados financieros y el cumplimiento del marco regulatorio en Chile: la SVS, la SBI y la SAFP. El Banco Central también participa activamente en el proceso regulador y de supervisión financiero del sistema, especialmente con respecto a transacciones en moneda extranjera y a participantes internacionales. En el tema del GC, la principal entidad supervisora es la SVS que fue creada en 1980 como una entidad pública autónoma que depende administrativamente del Ministerio de Hacienda, y con un Superintendente elegido por el Presidente de la República (Lefort & Gonzáles, 2008).

Las leyes del Mercado de Valores (Ley N°18.045), de Sociedades Anónimas (N°18.046) y la ley N°20.382 que posteriormente introdujo ciertas modificaciones a las anteriores, forman el marco jurídico que rige a los mercados de capitales y las empresas en Chile. El cuerpo principal de ambas leyes fue escrito en 1981 y sufrió diversas reformas durante las siguientes dos décadas.

En Octubre de 2009 se publicó la ley N° 20.382, que *“Introduce perfeccionamientos a las normativas que regulan los GC de las empresas”*. El cuerpo legal, modifica básicamente la ley 18.045 y 18.046. La nueva regulación, que comenzó a regir el primero de enero de 2010, se enmarca en el contexto del ingreso de Chile a la OCDE. En este escenario, la nueva ley busca incrementar los estándares de GC

de las empresas privadas, mejorar su eficiencia y aumentar la confianza del mercado. Los pilares fundamentales de la nueva ley son la transparencia, Corregir asimetrías de información y reducción de costos de información y coordinación, fortalecimiento de los derechos de accionistas minoritarios (creación de la figura de director independiente).

Los cambios más relevantes que incorpora esta ley son las relacionadas a los directores independientes y su obligatoriedad en la participación del Comité de Directores; a la vez, mejora y potencia a la junta de accionistas, poniendo a su disposición mayor información para ejercer su voto; paralelo a ello perfecciona las normas relativas a las ofertas públicas de acciones; entre otras regulaciones.

En cuanto a los directores independientes la actual ley establece la obligación de elegir a un director independiente para todas las sociedades cuya capitalización bursátil alcance 1.500.000 UF y que al menos el 12,5% de las acciones emitidas con derecho a voto pertenezcan a accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones.

En el marco del nuevo proceso de desarrollo normativo que llevo a cabo la SVS, en el cual buscaba profundizar la transparencia y la participación ciudadana, fue que el 8 de junio de 2015 emitieron la NCG N°385 que derogaba la Norma N°341 sobre GG y la NCG N°386 que modificaba la Norma N°30. El objetivo principal de la propuesta es mejorar la información que reportan las sociedades anónimas abiertas del mercado local en materias de GC, e incorporar la difusión de prácticas relacionadas con responsabilidad social y desarrollo sostenible.

Estas normativas consisten en una autoevaluación en relación a la implementación de un conjunto de prácticas de GC, que debe ser respondida por las sociedades anónimas abiertas cada año. La opción que escogió el regulador simula los modelos de países anglosajones “Comply or Explain” (es decir, cumpla o explique). Por consiguiente, ninguna de las prácticas propuestas por la norma es obligatoria para las empresas, sino que buscan, que estas transparenten cuáles de esas “buenas prácticas” han sido implementadas y cuáles no, dando las explicaciones pertinentes en cada caso.

Entre los principales elementos de la Norma N°385 se destacan:

- ✓ Fomentar la adopción de políticas en materia de responsabilidad social y desarrollo sostenible, referido en particular a la diversidad en la composición del directorio y en la designación de ejecutivos principales de la sociedad.

- ✓ Fomentar la difusión de información a los accionistas y público en general respecto de las políticas, prácticas y efectividad de las mismas, en materia de responsabilidad social y desarrollo sostenible.
- ✓ Mejorar la calidad y confiabilidad de la información contenida en la autoevaluación de los directorios mediante la evaluación de un tercero ajeno a la sociedad.
- ✓ Promover la adopción de principios, directrices y recomendaciones nacionales e internacionales como, por ejemplo, los desarrollados por The Committee of Sponsoring Organizations (COSO, por sus siglas en inglés) o los contenidos en el Control Objectives for Information and Related Technology (COBIT, por sus siglas en inglés) creados por ISACA o la ISO 31000:2009 e ISO 31004:2013.
- ✓ Explicitar el tratamiento de los conflictos de interés y los procedimientos de actualización del Código de Conducta del directorio.

En cuanto a la estructura de la NCG 385 esta se descompone en cuatro grandes áreas generales (funcionamiento y composición del directorio; Relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general; De la gestión y control de riesgos; De la evaluación por parte de un tercero). Cada una se descompone en temas (23 temas) que a su vez se desglosan en un subconjunto de prácticas específicas (99 prácticas). Las empresas debían responder si cumplen y han implementado la práctica o no, entregando, en ambos casos, las explicaciones correspondientes.

La consultora PriceWaterhouseCoopers (PWC) en un estudio titulado Gobiernos Corporativos en Chile: Una mirada a la implementación de la Norma de Carácter General N° 385, análisis de forma general algunas respuestas en torno a la adopción de las prácticas contenidas en la NCG 385 por área temática. Al 7 de abril de 2016 un total de 206 empresas cumplieron con la formalidad de subir el formulario en la plataforma web específica dispuesta por la SVS para tales efectos, dando respuesta a las prácticas implementadas hasta el 31 de diciembre de 2015. Tomando en consideración tal universo (206), se extrajeron una serie de conclusiones respecto del grado de implementación de las prácticas recomendadas por la NCG 385 en las sociedades anónimas abiertas chilenas.

En términos generales, las principales conclusiones del estudio fueron: El 69% de las respuestas fueron negativas, tomando en cuenta las 99 prácticas consultadas por la norma en cuestión, si aquello se desglosa por las cuatro áreas temáticas que contempla la normativa se concluye que en cuanto al funcionamiento y composición del directorio, el 69% de las empresas consultadas no da

cumplimiento a las prácticas recomendadas en este ítem por la SVS. Por su parte la segunda área temática contemplada en la norma que evalúa la relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general 71% de las empresas no cumple con las prácticas consultadas en esta área. Por su parte, la tercera y cuarta área, gestión y control de riesgos y evaluación por parte de un tercero, 62 y 93% respectivamente no cumplen con las prácticas señaladas por la norma.

Cabe destacar, que el 61% de las empresas no tienen implementada ni una sola de las prácticas de mejoramiento continuo del Directorio. Una de cada dos empresas no implementan visitas de directores a las distintas dependencias e instalaciones de la sociedad. 84% de las empresas dice contar con una página web actualizada. Solo una empresa dice contar con mecanismos para que accionistas puedan votar en forma remota. El 69% de las empresas dice contar con canales de denuncias anónimas. El 33% de las empresas no tienen implementada ni una sola de las prácticas sugeridas de la gestión y control de riesgos. Solo un 11% afirma que contaron con la evaluación de un tercero.

En tanto, la nueva Norma N°386 contempla la incorporación, en la memoria anual de la sociedad, de información relativa a materias de responsabilidad social y desarrollo sostenible en los siguientes aspectos:

- ✓ Diversidad en el directorio (género, nacionalidad, edad y antigüedad).
- ✓ Diversidad en la gerencia general y demás gerencias que reportan a esta gerencia o al directorio.
- ✓ Diversidad en la organización (género, nacionalidad, edad, antigüedad).
- ✓ Brecha salarial por género.

2.2.5. Principios de GC que rigen a las empresas que componen el Inter-10 de La Bolsa De Comercio de Santiago.

El principal indicador de empresas chilenas que cotizan en mercados extranjeros es conocido como Inter-10.

Nace a mediados de los años noventa con el propósito de reflejar el comportamiento de las principales acciones chilenas que son cotizadas en los mercados extranjeros mediante ADR'S y que a su vez son actores partícipes importantes del mercado local.

La Capitalización bursátil de las compañías que conforman este indicador equivale a USD 67.159 MM lo que representa a la fecha un 32,00% de la capitalización bursátil total y un 42,86% de las empresas que pertenecen al IPSA. Todas las empresas componentes de éste índice son líderes dentro de sus industrias y son marcas conocidas. Además, la lista de empresas componentes es estable, y las acciones se transan activamente, lo que implica una baja tasa de recambio de empresas y un alto nivel de liquidez.

Las principales características de este índice de la Bolsa de Santiago son:

- El universo de selección corresponde a las 10 acciones que perteneciendo al IPSA, transan ADR's.
- Se eligen las 10 acciones que cumpliendo dichas condiciones presenten los mayores montos transados ponderados anuales.
- El índice se construye ponderando el patrimonio bursátil de las empresas componentes ajustado por free – float.
- El valor del índice se ajusta ante la ocurrencia de todo tipo de variación de capital. Se calcula una versión “Con Dividendos” y una “Sin Dividendos”.
- Está construido con una metodología y reglas transparentes.
- Calidad de las acciones: está compuesto sólo por acciones listadas en BCS, lo que implica cumplir con exigentes estándares de calidad.

Una vez expuesto lo anterior y entendiendo qué y cuáles son las características del indicador inter-10 se explicaran los principios de GC por los cuales se rigen algunas de las diez empresas que componen este índice.

Tabla 2 Empresas que componen el Inter 10

Nemo	Razón Social
BSANTANDER	BANCO SANTANDER-CHILE
CCU	COMPANIA CERVECERIAS UNIDAS S.A.
CENCOSUD	CENCOSUD S.A.
CHILE	BANCO DE CHILE
ENELAM	ENEL AMERICAS S.A.
ENELCHILE	ENEL CHILE S.A.
ENELGXCH	ENEL GENERACION CHILE S.A.
ITAU CORP	ITAU CORPBANCA
LTM	LATAM AIRLINES GROUP S.A.
SQM-B	SOC QUIMICA MINERA DE CHILE S.A. SERIE B

Fuente: Bolsa de Comercio Santiago

a. Banco Santander

Los principios y/o estándares que declara en uso este Banco respecto del GC es contar con:

- Directorio de gran prestigio, conformado mayoritariamente por profesionales externos a la administración.
- Suscripción de un Código de Conducta para prevenir conflictos de interés y uso de información privilegiada, que se aplica a empleados de la organización que se relacionan con el mercado de valores.
- Activa participación de los directores en principales Comités de Gestión del Banco.
- Principales decisiones crediticias y de mercado adoptadas en Comités.
- Chief Risk Officer dependiente del Comité de Riesgos del Directorio y área de auditoría interna independiente de la administración.
- Cumplimiento de las medidas exigidas por la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) de Estados Unidos.
- Adopción de criterios de Basilea II.
- Estricta segregación de funciones comerciales y operativas.
- Igualdad de derechos para todos los accionistas: una sola serie de acciones, una acción, un voto en las juntas de accionistas. Además, el Gobierno Corporativo de Banco Santander Chile

perfecciona constantemente su sistema de gestión, enfocándose en los siguientes principios propuestos por el Comité de Basilea:

- Supervisión cercana por parte del Directorio y Alta Dirección.
 - Estructura de la organización simple y clara.
 - Sistema de control interno robusto.
 - Determinación y monitoreo permanente de los riesgos.
 - Auditoría externa e interna independientes.
 - Supervisión de filiales.
 - Diseño de compensación de ejecutivos con planes de largo plazo.
 - Directorio cuenta con procedimientos predefinidos para la preparación de sus reuniones.
- Nivel de transparencia, entre éstas se destacan Marco de Capital Grupo Santander (junio 2014), Marco Corporativo de Acuerdos con Terceros y Control de Proveedores Grupo Santander (julio 2014), Marco Corporativo de Prevención de Blanqueo de Capital y la Financiación al Terrorismo y Grupo Santander (Diciembre 2016).
 - Banco Santander cuenta con diversos instrumentos que definen la conducta, principios y valores que deben tener todos los empleados en relación a los negocios y los grupos de interés. Estos han sido inspirados en las mejores prácticas internacionales de ética. Se destacan Políticas de defensa, derechos humanos, entre otros.

b. CCU

En rasgos generales CCU primeramente cumple con la Norma de Carácter General N°385, lo que indica que tiene un GC relativamente estable, además cuenta áreas en las que realiza actividades que ayuden al buen funcionamiento del GC. Entre estas dimensiones se encuentran:

- Divulgación, se preocupa por ser transparente.
- Diseño corporativo, busca focalizar a cada unidad en el desempeño de funciones alineadas a sus objetivos particulares, y a la vez, capturar sinergias de la operación conjunta y coordinada entre ellas.

- Modelo de negocios y procesos directivos, es la forma distintiva de operar y se traduce en una ventaja al momento de competir. Sólo a través de su aplicación agregan valor a sus distintas operaciones a nivel regional y hacen de CCU una empresa verdaderamente sustentable.
- Personal, se distribuye de manera eficiente y se vela por cada uno de los colaboradores.

c. Cencosud

Algunos de los principios y/o valores que declara en uso Cencosud respecto del GC es contar con:

- Divulgación de información, vale decir entregar información a todos los grupos de interés de la empresa.
- Compromiso con la libre competencia.
- Comunicación externa.
- Código de ética.
- Políticas de protección de los activos de la compañía evitando conflictos de interés.
- Respeto al medioambiente y a sus colaboradores.

d. Banco de Chile

Algunos de los principios corporativos de este banco son:

- Contar con un Código de ética, establece los principios fundamentales que sirven de guía para la adopción de decisiones corporativas y que deben conducir la actividad general de la Corporación Banco de Chile.
- La Junta de accionistas es el máximo órgano de decisión del Banco, instancia en la cual se reúnen periódicamente los accionistas con el fin de tomar conocimiento de la gestión de la institución y adoptar los acuerdos que, conforme a la ley y sus estatutos, sean de su competencia.
- Donaciones a partidos políticos y bancos.
- Contar con un Código de Conducta y Buenas Prácticas de Bancos e Instituciones Financieras.

e. LATAM

Las prácticas de Gobierno Corporativo de LATAM Airlines Group se rigen por lo dispuesto en la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento y por la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros, las leyes y regulaciones de los Estados Unidos de América y de la Securities and Exchange Commission (“SEC”) de dicho país, en lo que corresponde a la emisión de ADRs, y a las leyes y regulaciones de la República Federativa de Brasil y de la Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) de este país, en lo que corresponde a la emisión de BDRs.

Las prácticas de Gobierno Corporativo de LATAM Airlines Group se encuentran en revisión continua, con el fin de que sus procesos de autorregulación internos estén completamente alineados con la normativa vigente y con los valores de LATAM.

La base de las decisiones y actividades comerciales realizadas en LATAM Airlines Group se sustenta en sus principios éticos, los cuales se encuentran establecidos en el Código de Conducta de LATAM.

f. Banco Itaú

Este Banco cuenta con diversos comités:

- Comité Gerencial de dirección, consiste en monitorear la evolución de los negocios de la sucursal, considerando asimismo el desempeño de las funciones de soporte
- Comité de Auditoría, tiene como fin velar por la eficacia de los distintos aspectos que involucran la mantención, aplicación y funcionamiento de los sistemas de control interno del Banco y de sus empresas filiales.
- Comité de nuevas iniciativas de negocios, consiste en aprobar nuevos proyectos e iniciativas de negocios, desde el punto de vista de su factibilidad económica, de negocios, de riesgos operativos, crediticios y de reputación, y del cumplimiento normativo.
- Comité de riesgo operacional, evalúa el estado de los procesos críticos que están directamente relacionados con el Riesgo Operacional del Banco.
- Comité de crédito, de gestión de calidad, entre otros.

2.3. Fundamentos de la Investigación del GC

2.3.1. Teoría de Agencia

Medraño (2013) menciona que el autor Eisenhardt (1989), en la década del 60 y a principios de los 70, indica que los economistas se preocuparon en particular en explorar la percepción del riesgo en los acuerdos de cooperación y el intercambio derivado entre individuos y grupos.

La teoría de la agencia hace su incursión para ampliar este estudio y evaluar lo que se denomina el “problema de agencia”, que emerge cuando:

- a) Las partes que cooperan tienen diferentes objetivos y expectativas y
- b) Resulta muy costoso para el principal conocer en todo momento lo que hace el agente (Ross, 1973). Por lo tanto, el objetivo medular de la teoría de la agencia es analizar, desde la metáfora del contrato, las relaciones subyacentes entre el principal, quien delega el trabajo, y el agente, quien lo desempeña, (Jensen y Meckling, 1976).

En este sentido, para la teoría de la agencia la unidad de análisis es el contrato, que regula la relación entre el principal y el agente, y a partir del cual se busca evaluar la maximización del beneficio y creación de valor, entregando asunciones acerca de las personas, la organización y la información.

Con el paso de los años esta teoría ha estado cautivando aceptación creciente como un enfoque teórico útil en el campo del GC (Durisin y Puzone, 2009).

Esta, es la principal teoría utilizada para predecir la relación entre las prácticas de GC y el desempeño de la empresa. Enraizada en economía y finanzas, esta teoría informa el enfoque de control dirigido a frenar los comportamientos egoístas de los gerentes o también llamados “agentes” que pueden tener un impacto negativo en la riqueza de los accionistas (Eisenhardt, 1989), donde los dueños a quienes denominaremos “principal”, deben confiar la administración a un gestor, mandante, gerente, ejecutivo, director, jefe o administrador, con el cual tendrá claras asimetrías de información y funciones de utilidad dispares.

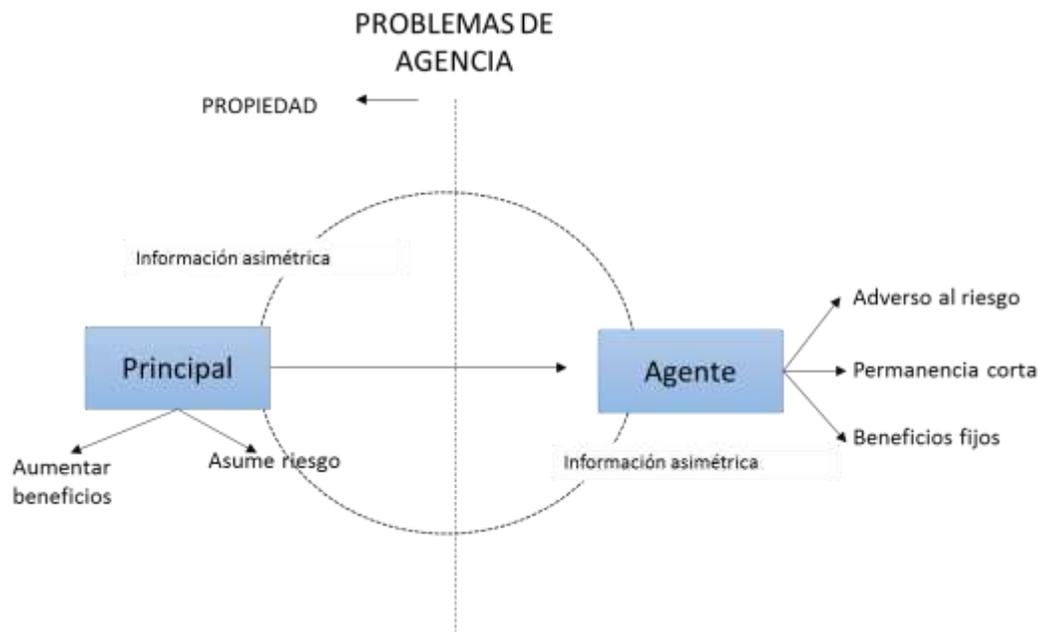
Observando este análisis, el problema más relevante en el GC de la organización será confeccionar normas e incentivos, contratos tácitos o explícitos, que alineen de forma efectiva el comportamiento

de los agentes, con las pretensiones del principal, por medio de un reparto óptimo de los riesgos, bajo condiciones de incertidumbre (Holmstrom, 1979; Fernández y Gómez, 1999).

Resulta imprescindible no mencionar a los autores Jensen y Meckling, pues ellos son apreciados como pioneros en esta teoría. Definen la relación de teoría de agencia como un contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (el principal) contratan a otras personas (al agente) para que lleve a cabo determinados servicios a su nombre, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad del agente.

La separación entre propiedad y control lleva consigo la aparición de una serie de problemas y conflictos de intereses entre los agentes intervinientes en esta relación, conocidos como costos de agencia: conflicto de intereses, asunción de riesgos y asimetría de información. En la figura n°1 se muestra de forma esquemática la Teoría de la Agencia (ver figura n° 1).

Figura 1 Teoría de Agencia



Fuente: Holmstrom, 1979; Fernández y Gómez, 1999

Los componentes básicos de esta teoría son el conflicto de objetivos que aparecen entre los protagonistas de la relación que actúan con información incompleta y la incertidumbre que resulta de la existencia de asimetrías informativas que pueden acabar generando la aparición de comportamientos oportunistas.

Estos problemas o discrepancias que surgen entre el principal y el agente pueden venir motivadas por varias razones (Chowdhury, 2004 en Acero y Alcalde, 2010):

1. Percepción del riesgo; el agente suele ser adverso al riesgo y el principal puede ser tanto propenso como adverso al riesgo.
2. Alcance del compromiso con la organización; el agente suele tener una permanencia en la organización más corta que la del principal.
3. Límite de los riesgos; los beneficios del agente suelen ser fijos, a no ser que exista pago por incentivos, mientras que el principal es un *residual claimant*.
4. Proceso de toma de decisiones; el principal no toma parte directa en el proceso de toma de decisiones al existir una separación de la propiedad y la gestión.
5. Asimetría de información; generalmente el agente tiene más información que el principal sobre los asuntos de la compañía.

Medraño (2013) cita a Eisenhardt (1989), quién señala diez proposiciones que resumen los estados ideales en los cuales se da la relación de agencia:

- ✓ Cuando el contrato entre el principal y el agente está basado en el resultado, es más probable que el agente se comporte en función de los intereses del principal. Esto se da debido a que se restringen las preferencias del agente y por tanto se limita su oportunismo, pues la retribución depende de la acción de ambos, sobre todo en los casos en los cuales el agente tiene una parte de propiedad de la firma (Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976).
- ✓ Cuando el principal tiene información para verificar el comportamiento del agente, es más probable que el agente se comporte en función de los intereses del principal. Esto se presenta cuando los sistemas de información permiten que el principal tenga conocimiento permanente de la actuación del agente, y este a su turno pierde su oportunismo, pues sabrá que es muy difícil engañar al principal (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983).
- ✓ Los sistemas de información están positivamente relacionados con los contratos basados en el comportamiento y negativamente relacionados con los contratos fundados en los resultados.

Esto se presenta ante la existencia de las asimetrías de la información, que suponen que existe información privilegiada en una de las partes cooperadas. Surge por: a) la selección adversa, que se refiere a la imposibilidad que tiene el principal para verificar las habilidades y destrezas informadas por el agente en el momento de su contratación, y por b) el riesgo moral, que se da cuando el agente no pone todo su esfuerzo y desempeño en la realización del trabajo.

- ✓ La incertidumbre del resultado está positivamente relacionada con los contratos basados en el comportamiento y negativamente relacionada con los contratos fundados en los resultados. En virtud a que los resultados son solo una parte del comportamiento del agente, otras variables como políticas gubernamentales, clima económico, acciones de la competencia y cambio tecnológico, pueden causar variaciones incontrolables en el resultado. Así, a menor incertidumbre en el resultado esperado, el agente percibirá un menor riesgo. Lo contrario aumentará su riesgo percibido, pues estimará una contracción en sus beneficios esperados.
- ✓ La aversión al riesgo del agente está positivamente relacionada con los contratos basados en el comportamiento y negativamente relacionada con los contratos fundados en los resultados. Cuando el agente es reacio al riesgo, no se incurre en costos residuales cuando su acción se fundamenta en los resultados (Harris y Raviv, 1979).
- ✓ La aversión al riesgo del principal está negativamente relacionada con los contratos basados en el comportamiento y positivamente relacionada con los contratos fundados en los resultados. La mayor propensión al riesgo del principal, motivará que tal riesgo sea trasladado al agente en función de los resultados (Harris y Raviv, 1979).
- ✓ Los conflictos de objetivos entre el principal y el agente están negativamente relacionados con los contratos basados en el comportamiento y positivamente relacionados con los contratos fundados en los resultados. Cuando no existen conflictos en las metas a alcanzar, el agente se comportará tal como el principal lo espera, independiente de que haya monitoreo.
- ✓ La programación de la tarea está positivamente relacionada con los contratos basados en el comportamiento y negativamente relacionada con los contratos fundados en los resultados. La definición anticipada del contenido del trabajo que realizará el agente, facilitará su observación y evaluación, otorgando mayor inclinación hacia contratos apoyados en el comportamiento (Eisenhardt, 1988).
- ✓ La medida de los resultados está negativamente relacionada con los contratos basados en el comportamiento y positivamente relacionada con los contratos fundados en los resultados. Cuando un resultado es difícil de medir debido a que el tiempo de alcance es amplio y para

completarlo se requiere del esfuerzo conjunto de varios miembros, los contratos cimentados en el resultado no serán muy atractivos. Por el contrario si la medición es rápida, aumentará su predilección.

- ✓ La duración de la relación de agencia está positivamente relacionada con los contratos basados en el comportamiento y negativamente relacionada con los contratos fundados en los resultados. En periodos cortos se puede dar la aparición de asimetrías de información que hacen evidente el problema de agencia. En cambio, a mayor tiempo de la relación contractual, el principal adquiere mayor conocimiento del agente.

El fin de esta teoría se encuentra en delimitar el contrato más eficiente posible entre dos partes, logrando así dirigir adecuadamente esta relación, tomando como punto inicial las características de los entes implicados, y en el hecho de que los entornos altamente dinámicos e inciertos y los costos de consecución de información no posibilitan un monitoreo.

2.3.2. Teoría Institucional

Bohórquez (2011) Menciona que el GC tradicionalmente se ha enmarcado dentro de la teoría institucional y de agencias, desde donde se proponen mecanismos de control burocrático que incluyen el pre establecimiento de planes, programas, reglas, políticas, procedimientos, estándares y códigos, entre otros mecanismos (Gupta, Dirsmith, & Fogarty, 1994) también conocidos como instituciones (North, 1990).

La teoría institucional se define como un conjunto de reglas formales e informales que afectan la actividad empresarial (North, 2005). En este sentido, tanto las iniciativas formales (por ejemplo, iniciativas gubernamentales, leyes, Campbell, 2007) como las informales se consideran antecedentes para la acción mediante la definición de las prácticas de GC. Según DiMaggio y Powell (1983), la teoría institucional indica que las empresas tienden a incorporar normas y reglas externas en sus operaciones y estructuras para ganar legitimidad y aceptación social. Por lo tanto, se puede argumentar que las empresas pueden ganar aceptación y legitimar sus operaciones mediante el cumplimiento de código de buen gobierno. Por lo tanto, todas las formas de instituciones que manejan

las interacciones humanas a través de procesos cognitivos, normativos y reguladores influyen en la toma de decisiones organizacionales (Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza, 2016).

Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza (2016) en su artículo destacan que el marco conceptual de la teoría institucional es mucho más amplio y profundo que la teoría de agencia, ya que explica los aspectos más profundos y resilientes de la estructura sociocultural e integra el proceso mediante el cual los esquemas organizacionales, reglas, normas y rutinas se establecen como pautas para el comportamiento corporativo.

Retomando el enfoque de la teoría institucional North (1990) afirma que las instituciones como mecanismos de control, se constituyen en “(...) restricciones ideadas por los humanos que permiten estructurar los intercambios económicos, sociales y políticos”; donde lo más importante de éstas es que “(...) definen y limitan el conjunto de elecciones de los agentes económicos (...)”.

Además, este enfoque teórico es más adecuado para explicar las prácticas de GC en contextos caracterizados por una pequeña bolsa de valores, un mayor nivel de concentración de la propiedad en manos de unos pocos accionistas y un fuerte vínculo entre las estructuras de gobiernos y el desarrollo institucional. Como lo es claramente el caso de los países latinoamericanos que se caracterizan por mercados de capital no desarrollados, entornos institucionales débiles, estructuras de propiedad altamente concentradas y menor protección de los inversores (Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza, 2016).

Para cubrir las limitaciones de sus marcos regulatorios han adoptado prácticas voluntarias de buenos códigos de gobierno, en el último tiempo se ha suscitado una proliferación de códigos de gobernanza y adopción de mejores prácticas en América Latina, especialmente en las economías más grandes de Argentina, Brasil, Chile y México, que capturan el 70% de la capitalización del mercado regional (S & P, 2010) y la creación de instituciones como la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo Latinoamericano como una iniciativa conjunta del Fondo Monetario Internacional [FMI], el Banco Mundial y actores estatales y privados de países latinoamericanos y de la OCDE, promueve una nueva era en GC en la región (Diamandis & Drakos, 2011).

En el caso particular de Chile, este se ha enfocado en leyes estrictas y cumplimiento legal que apuntan a fortalecer el directorio, auditar las funciones del comité, los derechos de los accionistas y reducir los conflictos de interés, sin embargo, existen prácticas ineficientes de autorregulación en los mercados de capitales (Lefort & González, 2008).

Por otra parte, la corriente institucionalista tiene sus orígenes con Max Weber y se consolida hacia 1914 con autores como Veblen, Mitchell y Commons, dicha corriente plantea que el comportamiento económico de los agentes y el intercambio son afectados por los valores, las tradiciones y las leyes. Según esta corriente el individuo actúa con racionalidad limitada, es decir, la información a la que tiene acceso es imperfecta, insuficiente y asimétrica (no todas las personas tienen el mismo nivel de acceso a la información), por lo tanto no siempre se toman las mejores decisiones (Bohórquez, 2011).

Bohórquez (2011) indica que Brosio (1989) y De Benedictis (1983), señalan que el neo institucionalismo aborda dos aspectos fundamentales: de una parte la teoría económica de la organización y por la otra, el problema de la acción colectiva.

Desde la teoría económica de la organización se intenta explicar la naturaleza, el funcionamiento y la eficiencia de la empresa; identificando tres aspectos clave para su análisis, los costos de transacción, la teoría de la información y la teoría de los derechos de propiedad, detallados a continuación:

Los costos de transacción: los cuales se encuentran soportados en la propuesta de Coase (1996), quien afirma que la razón de existir de una empresa radica en buscar que estos sean menores que los costos del mercado -si los costos de transacción son iguales o superiores a los costos de mercado, no tiene sentido la empresa-. Los costos de transacción se aumentan dadas las condiciones de incerteza y carencia informativa (racionalidad limitada del individuo). Por su parte, el problema de la acción colectiva se sustenta en dos supuestos conductistas de la acción individual, la racionalidad limitada del individuo y la propensión humana al oportunismo.

La teoría de los derechos de propiedad: Cuando en el mercado se realizan transacciones de intercambio, se intercambian dos paquetes de derechos de propiedad. En donde la principal función de los derechos de propiedad es la internalización de los efectos benéficos o perjudiciales de los mismos.

La teoría de la información: la cual es la base para la toma de decisiones. Así, cuando la información es restringida, inoportuna, incompleta o fragmentada, se frena la fluidez del intercambio introduciendo errores o incertidumbre en la toma de decisiones o en la asignación de los recursos.

La racionalidad limitada del individuo: ligada al conocimiento de éste para la toma de decisiones en donde el desconocimiento de información lo puede llevar a desplegar acciones que afecten los intereses de la empresa o del agente.

La propensión humana al oportunismo: manifestada en la búsqueda de interés propio que contempla la traición; supuestos que llevan a incrementar la incertidumbre y los costos de transacción.

De esta manera los costos de transacción, los derechos de propiedad, la información, la racionalidad limitada del individuo y la propensión de éste al oportunismo (aspectos que constituyen el problema de la teoría de la agencia) explican la razón de ser del gobierno corporativo.

Figura 2 Supuestos conductistas, teorías económicas de la organización y el papel del GC.



Fuente: Coase (1996)

2.4. Importancia del estudio del Gobierno Corporativo

Probablemente nadie discutirá que el crecimiento y el desarrollo dependen, entre otras cosas, de las competencias laborales y profesionales del capital más importante en una organización: nos referimos a las personas, pues son en definitiva quienes marcan las diferencias competitivas y comparativas de una empresa respecto de otras. Para lograr estas ventajas se requiere que la organización desarrolle adecuadas estrategias, ya sea para proveerse del capital intelectual más idóneo, así como para mantenerlo motivado e involucrado en el tiempo.

Sin embargo, a pesar de los múltiples esfuerzos que realizan algunas empresas en estas materias, se percibe que uno de los ámbitos donde la especialización y la posterior asignación eficiente de los recursos transcurren con mayor dificultad es el de la propiedad y dirección de empresas, según Salas (2002), resulta evidente pensar que el tener riqueza personal suficiente para financiar las inversiones que necesita una empresa no implica que se tenga también la capacidad y la voluntad para dirigir la organización. Por otra parte, aquellos quienes posean habilidades directivas pocas veces cuentan con la riqueza personal suficiente para financiar las inversiones. Por lo tanto, sin duda, estamos frente a un gran desafío, que tiene que ver con el logro de sistemas de gobierno y dirección de empresas elevadamente eficaces, pues de esta forma se estarán dando los pasos clave para competir. Esta situación se ha dado históricamente de un modo similar, pero en las últimas décadas del siglo XX se ha acrecentado, dado que los manejos adecuados de las empresas se han convertido en un factor estratégico medular de su competitividad, progreso y viabilidad. El mundo de las empresas se caracteriza por desenvolverse en un escenario abierto al entorno, el cual experimenta día a día profusos cambios; además, con una magnitud tal que ha dejado “fuera de carrera” a muchos enfoques, modelos, teorías y estrategias consideradas hasta hace muy poco como solventes, apropiadas y pragmáticas. Es claro que el agresivo incremento en las diferentes industrias y nichos de mercados, la trascendencia que ha tomado la calidad en la satisfacción de la demanda, lo estratégico del capital humano, la importancia de respetar el medio ambiente, el increíble desarrollo tecnológico, la desaparición de las fronteras tradicionales entre los países y la globalización de la economía ha conducido a que las empresas se replanteen sus estructuras organizativas formales y le hayan dado prioridad al estudio del gobierno de la empresa. Pero probablemente no basten estas reflexiones, pues algunos autores han sostenido con mucha fuerza y diafanidad que la labor del gobierno de las organizaciones es hoy más compleja y desafiante que nunca, sobre todo si se tiene en cuenta que han desaparecido las fuentes tradicionales de autoridad.

Esta situación nos obliga a replantearnos de manera creativa los nuevos roles que se deben asumir (Rajan y Zingales 1998). La realidad descrita le da fuerza a uno de los planteamientos básicos de la teoría de agencia. Esta sostiene que cualquier tipo de organización necesita un determinado sistema de gobierno, complementado con una serie de normas capaz de regular las diversas relaciones contractuales que se dan dentro de las organizaciones (Azofra y Santamaría, 2004).

Como se puede observar en la literatura disponible, uno de los marcos teóricos más aceptados, cuando se trata de analizar, explicar e interpretar el funcionamiento del GC, es la teoría de agencia, razón por la cual se presentan algunos antecedentes preliminares sobre ella.

2.4.1. Directorio

El corazón y, por ende, el principal órgano de gobierno o de gestión de la compañía lo constituye el directorio. Este se presenta en el centro de los GC lo que lo lleva a constituirse en uno de los actores fundamentales, pues se sitúa en una posición que lo define como intermediario de la relación entre los tres poderes de la sociedad: Accionistas, Directorio y Alta Administración. Este rol es “intermediario” dado que por un lado el Directorio guía, supervisa y controla a la Alta Administración representando y defendiendo los intereses de todos los Accionistas, debido a que con frecuencia se presentan una situación de divergencia de intereses y asimetrías de información entre ambos grupos. Y por otro, el Directorio comunica a los Accionistas las inquietudes y proposiciones de la Alta Administración. En otras palabras, es el hilo conductor de la comunicación entre los tres poderes. Y con ello se convierte en una de las principales instancias para minimizar el eventual problema de agencia que surge en la gestión de una empresa, de manera que cada parte relacionada reciba un “pago justo” de lo que le corresponde.

Los directores deben ejercer la administración de la compañía en representación de todos los accionistas y sus decisiones deben buscar la creación sustentable de valor en la empresa (Lefort & Gonzáles, 2008).

Es por el rol fundamental que este cumple que surgieron también iniciativas con la finalidad de reforzar su papel como un mecanismo que debe velar por los intereses de los accionistas y debe ejercer una exhaustiva supervisión del equipo administrativo. Entre ellas destacan los Códigos de Buen Gobierno Corporativo, los cuales hacen hincapié en la importancia que tiene el directorio en la creación de valor de la empresa (Pucheta-Martínez, 2015).

Bebchuk y Hamdani (2009) citados por Bozec & Diaz (2015) afirman que los académicos y los asesores de accionistas deben desarrollar metodologías separadas para dar cuenta de las especificidades de las empresas. Destacan el hecho de que las empresas con un accionista dominante requieren acuerdos de gobernanza diferentes de las empresas con propiedad dispersa. En las empresas de propiedad concentrada, la preocupación fundamental es el riesgo de que el accionista dominante pueda comportarse de manera oportunista a expensas de los accionistas minoritarios (riesgo de expropiación o problemas principal-principal). Bebchuk y Hamdani argumentaron que las diferencias en la estructura de propiedad deberían exigir diferentes dispositivos de control. Por ejemplo, en las empresas con propiedad dispersa, el directorio debe ser independiente de la dirección, mientras que

en las empresas con un accionista dominante o controlador, la independencia del consejo debe ser del accionista dominante.

Una de las características esenciales de la sociedad anónima es la representatividad de los accionistas en la junta, y la aprobación de las principales decisiones por mayoría simple o bien por quórum calificado. El acuerdo general en términos de buenas prácticas de gobierno corporativo es que la representatividad en junta siga el principio de una acción un voto. Esto es especialmente importante en el caso de la elección de directorios, ya que, debido a la alta concentración de propiedad en las empresas chilenas, la gran mayoría de los directores de las sociedades anónimas son elegidos con los votos de los accionistas controladores. Este efecto se amplifica por el uso de las estructuras piramidales y, cuando existen, con las series preferentes. Por lo anterior, en la casi totalidad de los directorios chilenos, la mayoría de los directores son personas estrechamente relacionadas con el grupo controlador de la empresa.

En general, las mejores prácticas de gobierno corporativo recomiendan que los directorios estén formados por personas que combinen habilidades, formación y experiencias que contribuyan, en su conjunto, a la buena marcha de la empresa. Además, los directores deben poder tomar decisiones en forma independiente, basados en su buen juicio respecto de cómo satisfacer el interés social. Por lo anterior, en los últimos años se ha puesto énfasis en la importancia de la presencia de directores independientes (Lefort & Gonzáles, 2008).

Zattoni y Cuomo (2008), Citados por Villanueva-Villar et al., (2016), argumentan que todos los códigos escritos de buen gobierno en todo el mundo recomiendan una mayor independencia para las juntas. Tomando como unidad de medida de independencia el porcentaje de directores independientes que conformen el directorio. Es así como el Código Unificado publicado en 2006 y actualizado en 2013, recomienda que los miembros independientes representaran al menos un tercio del total de la junta. Ya que la participación de la junta ayuda a fortalecer la independencia de la junta en aquellos países en los que los accionistas minoritarios tienen poca protección, ya que contrarresta el poder de los grupos mayoritarios.

En el caso particular chileno, el funcionamiento del directorio tiene su fuente legal en los artículos 47 al 49 de la Ley de Sociedad Anónima y en su Reglamento en los artículos número 32 al 42. Se desprende de estas disposiciones que el directorio es un órgano colegiado que toma decisiones en el seno de la reunión de sus miembros. De esta forma la Sociedad Anónima es administrada por el

directorio, fijándose en sus sesiones, las directrices y políticas a seguir por los ejecutivos y demás órganos de la misma para alcanzar las metas deseadas por la compañía.

2.4.2. Funciones Del Directorio.

Las funciones a cumplir del directorio estarán supeditadas en gran parte de los potenciales problemas de agencia a los cuales tiene que responder el gobierno corporativo.

El principal objetivo del directorio consiste en la administración de la Sociedad, esta función es regulada en Chile por la ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas. Dicha ley aborda entre otros temas la forma en que debe funcionar el directorio, estableciendo las competencias, obligaciones y responsabilidades de sus miembros. El directorio aprueba los objetivos del negocio, las políticas dentro de las cuales debe ser administrado y evalúa su desempeño. Para ello, sus integrantes deben mantenerse al día de los acontecimientos de la empresa y del entorno, y cumplir cabalmente sus deberes conforme a la ley y regulación aplicables. Es responsabilidad del directorio la existencia de una planificación estratégica, en términos de revisarlo, cuestionarlo, validarlo y monitorear su ejecución. Es también esta entidad la que aprueba el plan anual de negocios y el presupuesto anual para su consecución.

Por su parte, según los Principios de Gobierno Corporativo entregadas por la OECD Son ocho las funciones clave que debe desempeñar un directorio, a saber:

1. La revisión y orientación de la estrategia de la empresa, de los principales planes de actuación, de la política de riesgos, de los presupuestos anuales y de los planes de la empresa; el establecimiento de objetivos en materia de resultados; el control del plan previsto y de los resultados obtenidos por la empresa; y la supervisión de los desembolsos de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía.
2. El control de la eficacia de las prácticas de gobierno de la sociedad, y la introducción de los cambios necesarios.
3. La selección, la retribución, el control y, en su caso, la sustitución de los directivos principales, además de la supervisión de los planes de sucesión.

4. El alineamiento de la retribución a los directivos principales y miembros del Consejo con los intereses de la sociedad y de los accionistas a largo plazo.
5. Garantizar la formalidad y transparencia del proceso de propuesta y elección de los miembros del Consejo.
6. El control y gestión de conflictos potenciales de interés entre directivos, miembros del Consejo y accionistas, incluida la utilización indebida de los activos de la empresa y los abusos en operaciones de partes vinculadas.
7. Garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la sociedad, incluida la auditoría independiente, y la disponibilidad de sistemas de control adecuados y, en particular, de sistemas de gestión del riesgo, de control financiero y operativo, y garantizar la adecuación de estos sistemas a la ley y a las normativas aplicables.
8. La supervisión del proceso de revelación de datos y de las comunicaciones dentro y fuera de la compañía.

Villanueva-Villar et al., (2016) en su artículo menciona un elenco importante de estudios previos (Kiel y Nicholson, 2005; Westphal y Bednar, 2005) que han estudiado la relación entre las características del directorio y la creación de valor de la empresa, la mayoría de estos trabajos comparten la opinión que es vital que este sea efectivo para poder desempeñar las funciones que le son encomendadas, ya que de esta forma podrá crear valor en la empresa. Estos trabajos pueden enmarcarse en 3 grandes líneas de investigación: la primera aborda el papel de control del CA, tal y como defiende la teoría de agencia (Letza, Sun y Kirkbridge, 2004; Sundaramurthy y Lewis, 2003); la segunda analiza su papel de servicio (perspectiva *stewardship*) defendiendo que el CA aporta asesoramiento al equipo directivo (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997; Donaldson, 1990). Y la tercera estudia su papel como enlace entre la organización y su entorno (dependencia de recursos), argumentado que el CA es necesario para captar recursos que mejoren los resultados económicos de la empresa, gracias a los lazos y contactos que tienen los consejeros con el entorno (Goodstein, Gautam y Boeker, 1994; Hendry y Kiel, 2004; Hillman, Cannella y Paetzold, 2000).

La teoría de la dependencia de los recursos sugiere cuatro beneficios principales de los vínculos externos:

- (1) la provisión de recursos tales como información y experiencia.
- (2) la creación de canales de comunicación con los constituyentes de importancia para la empresa.
- (3) la provisión de compromisos de apoyo de organizaciones o grupos importantes en el ambiente externo.
- (4) la creación de legitimidad para la empresa en el entorno externo (Villanueva-Villar et al., 2016).

Gran parte de los estudios previos se basan únicamente en la teoría de agencia para definir qué relación existe entre el CA y la creación de valor de la empresa, pero la incorporación en el análisis de su función asesora ha hecho que estudios recientes tengan presente la perspectiva *stewardship*, destacando su importancia, sobre todo, en entornos turbulentos y en épocas de crisis. En este sentido, De Andrés y Vallelado (2008), Coles, Daniel y Naveen (2008) y Raheja (2005) clasifican las responsabilidades del CA en base a dos funciones principales. La primera de ellas haría referencia a la supervisión (teoría de agencia), y la segunda, a la función de colaboración, donde, según estos autores, se englobarían la perspectiva *stewardship* y la dependencia de recursos. Ahora bien, existen diferentes posturas acerca de las funciones que debe realizar el CA, ya que muchos autores señalan que no hay diferencia entre ellas (Hendry y Kiel, 2004), e incluso otros afirman que los CA desempeñan diferentes roles a la vez, y por tanto se han de considerar conjuntamente varios enfoques teóricos para conocer y entender las actividades que este órgano lleva a cabo (Lynall, Golden y Hillman, 2003 y Roberts, McNulty y Stiles, 2005). A pesar de las diferentes posturas que se han puesto de manifiesto con respecto al marco teórico en el que debería enmarcarse un estudio que tiene por objetivo analizar la asociación entre el CA y la creación de valor, este trabajo se enmarca dentro de la teoría de la agencia, perspectiva que se centra en la función de supervisión o control que desempeña el directorio.

Lo anterior puesto que tal como lo destaca Briano-Turrent y Rodríguez-Ariza (2016) el caso de los países latinoamericanos se caracterizan por mercados de capital no desarrollados, entornos institucionales débiles, estructuras de propiedad altamente concentradas y menor protección de los inversores (Chong y López-de-Silanes, 2007; Djankov, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2008). Una pequeña bolsa de valores, un mayor nivel de concentración de la propiedad en manos de unos pocos accionistas y un fuerte vínculo entre las estructuras de GC y el desarrollo institucional.

La estructura del CA es un factor clave para el estudio de las funciones que desempeña (Huse, 2005). Determinadas características como su tamaño, su independencia y su propiedad interna, entre otras, reflejan la habilidad y la capacidad de los consejeros para desempeñar eficientemente una u otra función, y por tanto cabe esperar que dicha composición influya sobre su eficiencia. Ahora bien, según Linck, Setter y Yang (2008), la estructura óptima del CA depende de las necesidades específicas de asesoramiento y supervisión que tenga la empresa, así como de los costes y beneficios asociados a esas funciones

Se origina el problema de separación entre la propiedad y la administración, que tempranamente es advertido por Adam Smith cuando, refiriéndose a las empresas por acciones, sostiene que “De los directores de tales compañías, sin embargo, siendo los administradores del dinero de otros y no del suyo propio, no puede esperarse que ellos lo vigilen con la misma ansiosa diligencia con la cual los socios en una sociedad privada frecuentemente vigilan el suyo propio” (Smith, 1999, libro 5, cap.1).

En forma más general, se trata de un problema de representación y de uso de poder. Hoy en día, más de sesenta países han redactado códigos para una buena gobernanza. Las empresas, así como los países, buscan que sus prácticas de gobierno corporativo sean más efectivas, en parte debido a los escándalos de la gobernabilidad corporativa, pero también para atraer inversionistas (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009 y Villanueva-Villar et al., 2016).

2.4.3. Estructura del Consejo de Administración.

El objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la composición y la estructura de la junta sobre el desempeño de la empresa.

Según los autores Linck, Setter y Yang (2008), citados por (Pucheta-Martínez, 2015) la estructura óptima del CA depende de las necesidades específicas de asesoramiento y/o supervisión que tenga la empresa, así como de los costes y beneficios asociados a esas funciones. Implica estudiar si el tamaño de la junta directiva, su independencia, su propiedad interna, independencia de la junta, la frecuencia de las reuniones de la junta, entre otras características de su composición reflejan la habilidad y capacidad del directorio para desempeñar eficientemente una u otra función y que con dicha composición pueda influir directamente en su eficiencia son relevantes para una empresa.

Proponemos como hipótesis principal que existe un efecto directo de la junta sobre el valor de la empresa

La teoría de la agencia señala que debido a la existencia de asimetrías en la información y de contratos incompletos, existen conflictos de agencia entre propietarios y directivos que llevan asociados un coste. En la medida en que factores internos, como las estructuras de gobierno corporativo, permitan reducir dichos costes, se convertirán en importantes conductores de creación de valor. La explicación de que un gobierno corporativo débil causa costes de agencia y, por lo tanto, afecta a la creación de valor de la empresa (Core, Guay y Rusticus, 2006)

El Código Conthe (2006) establece que el CA desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa. En este sentido, varios estudios previos han documentado cómo las características del CA, tales como su composición (Ben- Amar y André, 2006; Brown y Caylor, 2006; Fernández, Gómez y Fernández-Méndez, 1998) o su tamaño (Jackling y Johl, 2009; Cheng, 2008; Fernández et al., 1998; Yermack, 1996), entre otras, influyen en la creación de valor de la empresa (Pucheta-Martínez, 2015).

Determinadas características como su tamaño, su independencia y su propiedad interna, entre otras, reflejan la habilidad y la capacidad de los consejeros para desempeñar eficientemente una u otra función, y por tanto cabe esperar que dicha composición influya sobre su eficiencia (Pucheta-Martínez, 2015).

CAPITULO 3: Hipótesis y Metodología.

El directorio es un elemento clave en la toma de decisiones de una empresa. Tiene la responsabilidad de aprobar las políticas y estrategias generales de la organización: plan estratégico, presupuesto anual, política de inversiones y financiación, definición de la estructura del grupo de sociedades, política de GC, política de retribuciones y evaluación de los altos directivos, política de riesgos, seguimiento periódico de los sistemas internos de información, control y política de dividendos, entre otras. Asimismo el Consejo es elegido por los accionistas para vigilar, compensar y sustituir a los altos directivos. Desde la teoría de agencia, es una herramienta de control de los directivos para proteger los intereses de los accionistas. Las características propias/internas del Consejo son esenciales y determinantes para la toma de decisiones, ya que estas son de una naturaleza netamente estratégica.

Es por lo indicado anteriormente que una extensa cantidad de literatura ha explorado el impacto del GC y el rendimiento en todo el mundo autores como: Jensen (1993), Yermack (1996), Dalton et al., (1999), Coles y Hesterly (2000), Elsayed (2007), Bhagat y Bolton (2008) entre otros citados por Pucheta-Martínez (2015).

En las últimas décadas, estos estudios proporcionan evidencia no concluyente sobre la relación entre la composición del directorio y el desempeño de las organizaciones en los países. La literatura existente ha adoptado varios enfoques y ha producido conclusiones mixtas y la mayoría de ellos tienen algunos indicios de ineficacia del gobierno corporativo, por ejemplo, Abdul Rahman y Haniffa (2005), Sanni y Ahmed Haji (2012), Har Sani Mohamed et al., (2012), Shawtari et al., (2015). Por lo tanto, este trabajo de grado intenta proporcionar evidencia empírica respecto de si algunas cualidades de los directorios que detallaremos a continuación, contribuyen en la mejora del desempeño de las organizaciones, utilizando el enfoque de mínimo cuadrados ordinarios se estudiarán estas cualidades en las empresas chilenas que componen el índice accionario IGPA de la bolsa de comercio de Santiago.

3.1. Presencia equilibrada de género en el directorio

La presencia equilibrada de mujeres y hombres en los directorios de las empresas es actualmente un tema de gran importancia en la agenda política y social. Los avances en igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres de acuerdo con The Global Gender Gap Report a más de una década de datos han revelado que el progreso es aún demasiado lento. En cuanto al caso particular de Chile se encuentra en el puesto número 70 del informe en cuestión, de entre 144 países, con una puntuación de 0.699, lo cual nos indica que el país ha cerrado el 69,99% de su brecha de género general, según consta el informe, lo que representa un gran avance respecto al año 2006 donde se encontraba en el puesto 78 del ranking con una puntuación de 0.645, o sea en ese entonces presentaba un 64,5% de su brecha de género general cerrada. El punto más débil que presenta el país es en la oportunidad y participación económica en donde se presentó un grave retroceso pasando del puesto 90 en 2006 al 119 en 2016 aumentando la brecha de un 50% a un 56,5%. Estas cifras siguen siendo aún menos optimistas si las comparamos con otros países vecinos como Bolivia y Argentina quienes se encuentran en el puesto 23 y 33 con un cierre de brecha de género general del 74,6% y 73,5% respectivamente, presentando ambos un gran avance respecto al año 2006.

En los últimos años la cuestión de la diversidad de género en las empresas ha recibido una considerable atención de investigación. Las mujeres proporcionan puntos de vista, experiencias y estilos de trabajo que difieren de sus contrapartes masculinos. Varios estudios han sugerido que la diversidad de género está asociada con una mayor calidad del debate en la sala de juntas y una comunicación más efectiva, lo que facilita una mayor disponibilidad de información para los inversores (Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza, 2016).

Las investigaciones en torno a la diversidad de género en los directorios utilizan dos enfoques: el enfoque financiero y el enfoque ético. El enfoque financiero persigue la eficiencia económica, mientras que desde el enfoque ético el objetivo es conseguir la equidad social. La mayoría de los estudios utilizan el enfoque financiero para explicar los beneficios que las mujeres podrían aportar al resultado financiero de la empresa. Según este enfoque, el principal objetivo de la empresa es la maximización del beneficio para sus accionistas. Las principales teorías que apoyan este enfoque son dos: la Teoría de Agencia y la Teoría de Recursos. La Teoría de Agencia argumenta que la diversidad puede incrementar la independencia del Consejo porque personas con diferente sexo, así como etnia o cultura, pueden plantear cuestiones que provendrían de consejeros con bagajes más tradicionales

(Carter et al., 2003). La Teoría de Recursos defiende que las competencias, diferentes y complementarias, que aportan las mujeres son recursos difícilmente imitables para los competidores, lo que las convierte en ventajas competitivas (Schyns y Sanders, 2005). La introducción de un enfoque ético en la gestión empresarial se está consolidando gracias a los avances realizados en el campo de la Responsabilidad Social Corporativa (Carroll, 1991) que, apoyada por la teoría de los stakeholders (Freeman, 1984), ha conseguido integrar los objetivos económicos y éticos. Bajo este enfoque, la igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres es un aspecto relevante a tener en cuenta en la toma de decisiones empresariales, y conseguir una presencia equilibrada en los Consejos de Administración debería de ser un objetivo a alcanzar ya que puede ser vista como una respuesta a las presiones y demandas de los diferentes stakeholders (Henriques y Sadowsky, 1999). Francoeur et al. (2007) defienden esta idea, incluso si no se consiguiera una mejora de los resultados financieros. Cuando menos puede utilizarse para enviar señales positivas a sus stakeholders (Carnicer, Cuenca, Jiménez, & Pérez, 2011).

HIPOTESIS 1: *La proporción de mujeres en el directorio está relacionada positivamente con el desempeño de este.*

3.2. Tamaño del directorio

Existe la creencia de que los Consejos más grandes son más ineficientes, ya que llegan a acuerdos con mayor dificultad. Sin embargo, algunos estudios muestran una relación contraria: a mayor tamaño del Consejo, más fácil es reunir a directivos de diferentes procedencias, que aportan sus perfiles personales para ayudar a la empresa a relacionarse con el exterior y mejorar su legitimidad y su imagen.

En general, el tamaño del Consejo debe ser suficiente para cubrir todos los roles que trata de desarrollar.

Un estudio realizado por Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza (2016) plantea que, el directorio debe comprender un tamaño razonable; pues este, afecta directamente su funcionamiento y capacidad de supervisión. Los directorios más grandes disfrutan de una mayor diversidad y tienden a tener miembros más experimentados, lo que afecta de forma positiva su desempeño. Diversos estudios

corroboran la presencia de una relación positiva entre el tamaño del directorio y el nivel de cumplimiento del gobierno corporativo.

En su artículo Pucheta-Martínez, (2015) afirma que en este sentido, Jackling y Johl (2009), Guest (2009), Kiel y Nicholson (2003) y Pearce y Zahra (1992), entre otros, documentan una relación positiva entre el tamaño del CA y la creación de valor de la empresa. Estos trabajos argumentan que al contar con más miembros, habrá una mayor riqueza y mayor variedad de opiniones y de experiencias y un aumento de la capacidad de supervisión del directorio, a la vez que se generarán más lazos entre la empresa y el entorno, facilitando así la obtención de recursos que repercutan favorablemente en la creación de valor de la empresa. En la misma línea, estudios recientes han demostrado que bajo determinados contextos en los que la función de asesoramiento cobra más importancia que la de supervisión, los directorios de mayor tamaño son más eficaces.

Sin embargo también, un CA con un elevado número de miembros podría suponer un impedimento para la toma de decisiones rápida y eficiente, generando problemas de coordinación e información; (Jensen, 1993). En este sentido, en el campo de la psicología se ha demostrado empíricamente que los grandes grupos frecuentemente sufren una disminución de las responsabilidades o improductividad social, generando una pobre contribución tanto en esfuerzo como en calidad (Janis, 1989).

Por tanto, el CA ha de tener un tamaño adecuado que facilite la toma de decisiones y reduzca los costes de su funcionamiento, garantizando la diversidad de criterio y ajustándose a las necesidades empresariales.

Aunque la evidencia empírica en este campo ha sido mixta, gran parte de la misma (Jesen, 1993; Yermack, 1996) ha demostrado una relación negativa entre el tamaño del directorio y la creación de valor de la empresa (Azofra Palenzuela y Fernández Álvarez, 1999; De Andrés, Azofra y López, 2005; Mínguez y Martín, 2005; Wiblin y Woo, 1999). Esta evidencia indica que un directorio con un elevado número de miembros los beneficios relativos a la mayor diversidad de opiniones y facilidad del procesamiento de información se ven más que compensados por los costes relacionados con la menor operatividad y flexibilidad a la hora de la toma de decisiones.

Desde otro vértice, Villanueva-Villar et al., (2016) plantea que, Yermack (1996) presenta evidencia de que las juntas directivas pequeñas son más efectivas y que las empresas con juntas más pequeñas logran un mayor valor de mercado. Según Jensen (1993), "las grandes juntas corporativas pueden ser

menos eficientes debido a las dificultades para resolver el problema de la agencia entre los miembros de la junta". Arosa et al., (2013); Consideran que un grupo más grande es menos efectivo porque los problemas de coordinación y proceso superan las ventajas de tener más personas a las cuales recurrir. De acuerdo con estos resultados, Dowell et al., (2011) sugieren (y confirman, a través de resultados empíricos) que las pequeñas juntas tienen una mayor capacidad para tomar decisiones rápidamente, lo cual es necesario en situaciones de crisis.

El tamaño de la junta, en un contexto de crisis, parece, de hecho, contradecir la teoría de la agencia, ya que muchos estudios citados por Villanueva-Villar et al., (2016) como los de Hambrick y D'Aveni (1992) y Mueller y Barker (1997), han encontrado que los CA más pequeñas tienen un peor desempeño, en el sentido de que tienen una mayor probabilidad de fracaso. En una situación de estrés financiero en la que la provisión de recursos se vuelve esencial para la supervivencia de una empresa, las grandes juntas ofrecen oportunidades para la captura de recursos y la creación de redes (Dowell et al., 2011). Los resultados empíricos de Pucheta-Martínez (2015) indican que el número de miembros de la junta mejora el rendimiento, pero solo hasta cierto punto, después del cual el valor disminuye a medida que se suman nuevos directores. Similar evidencia fue revelada por Hillman et al., (2011) y O'Connell y Cramer (2010), quienes argumentaron que se debe buscar un equilibrio entre las ventajas (supervisión y consejo) y las desventajas (problemas de coordinación, control y toma de decisiones) de una gran junta.

Otros aportes, avalando lo indicado en el párrafo anterior, revelan la existencia de una relación no lineal, entre dimensión del CA y la creación de valor de la empresa, puesto que los incrementos en el tamaño del CA aumentan la creación de valor de la empresa hasta un punto, a partir del cual este efecto desaparece o se vuelve negativo (Hillman, Shropshire, Certo, Dalton y Dalton, 2011; O'Connell y Cramer, 2010). De este modo, la influencia del tamaño del CA sobre la creación de valor de la empresa será un equilibrio entre las ventajas (supervisión y asesoramiento) y las desventajas (problemas de coordinación, control y toma de decisiones).

Por su parte, Lipton y Lorsch (1992) y Jensen (1993) proponen que la junta con un gran número tiende a tener un problema de comunicación y holgazanería social y requiere mayores costos de coordinación. Empíricamente, Yermack (1996) proporciona evidencia de que la valoración del mercado está relacionada negativamente con el tamaño del directorio. Esto respalda el argumento de la rendición de Lipton y Lorsch (1992) y Jensen (1993). En contraste, otros sostienen que una junta más grande será más eficiente en el monitoreo ya que los miembros estarán equipados con

diversificación en su experiencia y también es menos probable que estén dominados por la administración, en consecuencia, sus actividades de monitoreo se verán mejoradas (Herman, 1981).

Por lo tanto, la relación entre la dimensión del CA y la creación de valor de la empresa parece una cuestión empírica sobre la cual caben diversas formulaciones. Por ello, la hipótesis que planteamos a continuación la expresamos en términos de relación tanto lineal (positiva o negativa).

HIPOTESIS 2: *Existe una relación positiva, negativa, y significativa entre el tamaño del directorio y desempeño de la empresa.*

3.3. Independencia del directorio

Existen numerosas recomendaciones procedentes de instituciones como la OCDE, el Banco Mundial, etc., sobre la necesidad de incrementar la proporción de consejeros independientes. La independencia de un Consejo significa que los consejeros son independientes de los administradores o directores, un asunto sumamente importante para que el directorio realice con efectividad su labor de monitoreo y control de los administradores. Se piensa que sería un elemento que ayude a disminuir los problemas de agencia.

En el caso chileno, los requerimientos correspondientes a la independencia de los directores están estipulados en la Ley de Sociedades Anónimas de Chile, y sus modificaciones posteriores por la Ley N° 19.705, relativa a la relación entre los directores y los accionistas que controlan una sociedad. Un Director se considera como independiente cuando él o ella no tengan, en general, vinculaciones, intereses, dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza o volumen relevante, con la sociedad, las demás sociedades del grupo de que forma parte, su controlador ni con los ejecutivos principales, ni relacionales de parentesco con estos últimos, ni tampoco otro tipo de vinculaciones previstas en la Ley No. 18.046 sobre Sociedades Anónimas.

Actualmente la ley en Chile considera a un director independiente si dentro de los últimos 18 meses no se encuentre en:

- 1) Mantuvieron cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevante, con la sociedad, las demás sociedades del grupo del que ella forme parte, su controlado, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, o hayan sido directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o asesores de éstas.
- 2) Mantuvieran una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, con las personas indicadas en el número anterior.
- 3) Hubiese sido directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales de organizaciones sin fines de lucro que hayan recibido aportes, contribuciones o donaciones relevantes de las personas indicadas en el número 1).
- 4) Hubiesen sido socios o accionistas que haya poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; directores; gerentes; administradores o ejecutivos principales de entidades que han prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el número 1).
- 5) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; directores; gerentes; administradores o ejecutivos principales de los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad.

Adicional a aquello, respecto al tema en cuestión la legislación nacional a través de la Ley 18.046 específicamente en su Artículo 50 bis de Sociedades Anónimas en Chile, establece que “Las sociedades anónimas abiertas que posean un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones, deberán designar al menos un director independiente para la composición de su directorio.

Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza (2016) mencionan que los directores independientes no forman parte del equipo de gestión de la empresa y, por lo tanto, están en una mejor posición para controlar el rendimiento de la gestión. Tienen un incentivo adicional para facilitar la supervisión de los accionistas porque su propia reputación depende del desempeño corporativo, además, son los agentes más efectivos para maximizar el valor para el accionista

En segunda instancia, Villanueva-Villar et al., (2016) señala que todos los códigos escritos de buen gobierno en el mundo recomiendan una mayor independencia para las juntas. Entiendose que los consejeros independientes son "aquellos que pueden desempeñar sus funciones, habiendo sido nombrados de acuerdo con sus condiciones personales y profesionales, sin verse influenciados por las relaciones con la compañía, sus accionistas o directores significativos".(Código Unificado, 2006: 52). En cuanto al número de consejeros independientes, el Código de buen gobierno español (2015) recomienda que representen al menos la mitad del número total de miembros, excepto en los casos en que la empresa no tenga una tasa de capitalización alta o cuando de los accionistas o varios de los accionistas conjuntamente controlan más del 30% del capital, en cuyo caso se recomienda un tercio del número total de miembros. Este código difiere del Código Unificado publicado en 2006 y actualizado en 2013, donde la única recomendación era que los miembros independientes representaran al menos un tercio del total de la junta.

La participación de la junta ayuda a fortalecer la independencia de ésta en aquellos países en que los accionistas minoritarios tienen poca protección, ya que contrarresta el poder de los grupos mayoritarios (Pindado y De la Torre, 2006). La implicación de la teoría de agencia, en términos de gobierno corporativo, es que los directores externos deben defender los intereses de los accionistas a través de mecanismos de supervisión adecuados que protejan a los accionistas del interés propio de la administración. De esta forma, tener una gran cantidad de directores externos en el directorio podría tener un impacto positivo en el desempeño a través del monitoreo (Fama y Jensen, 1983; Arosa et al., 2013).

A lo largo de la historia, la teoría de agencia no es la única perspectiva teórica en la que se han basado diversos estudios para explicar los roles de la junta y la composición de la junta. El rol de servicio puede relacionarse con la teoría basada en recursos y dependencia de recursos, donde se considera que las juntas controlan las dependencias inter-organizacionales y actúan como un recurso estratégico para asegurar recursos críticos para la empresa. De acuerdo con la teoría de dependencia de recursos, los forasteros se ven como un mecanismo de enlace entre la empresa y su entorno que puede apoyar a los gerentes en el logro de los diversos objetivos de la organización (Johnson et al., 1996; Arosa et al., 2013).

Uno de los efectos positivos de incorporar directores externos al directorio es que pueden ayudar a monitorear y controlar a los gerentes principales, asegurándose de que sus acciones tengan en cuenta los intereses de los inversionistas (Osma, 2008). Entre las razones por las cuales los directores

externos se consideran más efectivos que los directores internos al monitorear a los gerentes es el hecho de que a menudo tienen experiencia en la toma de decisiones en otras compañías, así como una tendencia a considerar su reputación en el mercado laboral gerencial (Fama y Jensen, 1983; Ghosh et al., 2010). También se espera que los directores independientes demuestren una mayor objetividad y más experiencia que los directores afiliados. Por estas razones, existe la creencia de que las juntas con más directores externos son más independientes.

Desde la perspectiva de los inversores institucionales, uno de los desafíos futuros en el campo de la Gobernanza Corporativa sería garantizar la independencia de los directores. Esto permitiría mejorar el desempeño de la empresa (Berrone, 2009).

En vista de lo anterior, se cree que los directores independientes pueden proporcionar más recursos a la empresa y mejorar la creación de redes, lo que afecta positivamente a la creación de valor. Es por ello que nace la siguiente hipótesis:

Desde la perspectiva supervisora, un CA compuesto mayoritariamente por consejeros externos podría desempeñar una supervisión más eficiente de las decisiones y actividades del equipo directivo, que si estuviera formado en gran parte por consejeros internos. El motivo principal reside en que estos últimos, a pesar de tener más experiencia, mejor conocimiento del funcionamiento de la empresa y mayor acceso a la información interna de la misma, se muestran más reacios a supervisar a los directivos que no maximicen el valor de la empresa, bien por su vínculo con el Consejero-Delegado o bien por los beneficios privados que pueden obtener (Pucheta-Martinez, 2016). Esta reticencia de los consejeros internos a observar el comportamiento de aquellos directivos que no tienen como objetivo maximizar el valor de la empresa produce, un atrincheramiento de intereses directivos.

En este sentido, varios estudios aseguran que la independencia del CA es fundamental para que éste sea eficaz y desarrolle adecuadamente su función de control (Bhagat y Black, 2002; Hermalin y Weisbach, 1991; John y Senbet, 1998; Rosenstein y Wyatt, 1990), ya que los consejeros externos son más proclives a alinear sus intereses con los de los accionistas. En cambio, otros autores comparten la opinión de que la maximización de la creación de valor requiere que todas las funciones del consejo se desarrollen de forma efectiva, por lo que una combinación adecuada de externos e internos puede ser la mejor composición (Andrés y Vallelado, 2008).

La evidencia empírica relativa a la relación entre los consejeros externos y la creación de valor de la empresa no es concluyente. Autores como Andrés y Vallelado (2008), Ho, Wu y Xu (2011),

Fernández et al., (2008), Jackling y Johl (2009), Krivogorky (2006), McDonald, Westphal y Graebner (2008), O'Connell y Cramer (2010), Pearce y Zahra (1992), Premuroso y Bhattacharya (2007) y Rosenstein y Wyatt (1990), citados por Pucheta-Martínez (2016) entre otros, documentan una asociación positiva entre la presencia de consejeros externos en el CA y la creación de valor de la empresa, mientras que Carter, d'Souza, Simkins y Gary (2010), Linck et al. (2008), Hermalin y Weisbach (1998) y Yermack (1996) evidencian una relación negativa. Por el contrario, Coles et al. (2001), Core et al. (1999), Haniffa y Hubaid (2006) y Villalonga y Amit (2006), entre otros, no revelan una relación estadísticamente significativa entre la presencia de consejeros externos y la creación de valor de la empresa.

Pucheta-Martínez (2015) en su artículo cita a diversos autores como Ben-Amar y André (2006), Brown y Caylor (2006) y Fernández et al. (1998), entre otros, los cuales han evidenciado que la composición del CA puede influir en la creación de valor de la empresa.

Sin embargo, a pesar de lo que sugieren las diferentes teorías, los estudios empíricos realizados presentan resultados diferentes. El nivel de independencia de la junta, puede crear o destruir valor en una empresa. Mínguez y Martín (2003) citan estudios empíricos que obtuvieron resultados variables. Hay estudios que no encontraron una relación significativa (Hermalin y Weisbach, 1991; Mínguez y Martín, 2003), algunos que encontraron un efecto positivo (Barnhart et al., 1994; Yermack, 1996) y otros que encontraron una relación significativa pero negativa (Agrawal y Knoeber, 1996).

Lefort y Urzúa (2008) encontraron que un aumento en la proporción de directores externos afecta positivamente la creación de valor. Sin embargo, Carter et al., (2013) encontraron que la independencia de la junta no es significativa. Hermalin y Weisbach (1988) indican que existe una tendencia en tiempos de crisis a reducir el poder del CEO y aumentar la independencia de la junta. Chang et al., (2015) también observaron una relación positiva y significativa entre la composición de la junta y el desempeño firme durante el período de la crisis más profunda, de 2008 a 2010. Por otra parte, Francis et al., (2012) encontraron que la independencia de la junta podría mejorar la eficacia de la junta y, por lo tanto, el desempeño firme durante un período de crisis; tomaron el porcentaje de personas ajenas a la junta como una medida de independencia (por lo tanto, observaron a los directores externos, si eran verdaderamente independientes o si eran expertos financieros).

Zattoni y Cuomo, (2008). Citados por Villanueva-Villar et al., (2016). Argumentan que todos los códigos escritos de buen gobierno en todo el mundo recomiendan una mayor independencia para las juntas. Tomando como unidad de medida de independencia el porcentaje de directores independientes

que conformen el directorio. Es así como el Código Unificado publicado en 2006 y actualizado en 2013, recomienda que los miembros independientes representaran al menos un tercio del total de la junta. Ya que la participación de la junta ayuda a fortalecer la independencia de la junta en aquellos países en los que los accionistas minoritarios tienen poca protección, ya que contrarresta el poder de los grupos mayoritarios.

Teniendo en cuenta que la presencia de consejeros externos en un CA puede propiciar un mayor incremento en el control interno de la empresa, una mayor revelación de información así como una búsqueda más eficaz de acciones y decisiones que protejan a los accionistas, se predice una relación positiva entre este tipo de consejeros y la creación de valor de la empresa.

HIPOPTESIS 3: La proporción de directores independientes se asocia positivamente a la creación de valor de la empresa.

3.4. Diligencia del comité de directores

El número de reuniones del directorio es otro factor contribuyente que ha sido discutido en la literatura y está asociado con el desempeño y la valoración de la empresa. Vafeas (1999) y Adams et al. (2005) opinan que la actividad de la junta a través de sus reuniones es un factor importante que influye en el rendimiento. Ambos estudios respaldan que los malos resultados pasados se relacionan inversamente con las reuniones de la junta. Las reuniones poco frecuentes pueden indicar un interés limitado en la compañía, o incluso una falta de interés, por parte de los directores. Del mismo modo, un mayor número de reuniones implicaría una mayor supervisión de la gestión de la empresa, con un efecto positivo en su desempeño (Villanueva-Villar et al., 2016).

Siguiendo esta línea de argumentación, varios autores han encontrado una relación positiva entre la actividad de la junta y el valor de la empresa. Creen que cuanto mayor es el número de reuniones de la junta (especialmente si hay un bajo rendimiento, una crisis o un programa de inversión especial, como una fusión o adquisición), mayor es el impacto positivo sobre el valor de la empresa (Shawtari, Salem, Hussain, Alaeddin, & Thabit, 2016).

El Código Español de Buen Gobierno (2015) recomienda que un consejo se reúna tantas veces como sea necesario para llevar a cabo sus funciones de manera efectiva, y también indica que debe haber al menos ocho reuniones al año. Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, una gran parte de cada reunión del directorio se lleva a cabo mediante tareas rutinarias, lo que deja poco tiempo y oportunidad para que los directores independientes ejerzan un control significativo sobre la gestión (Jackling y Johl, 2009).

Desde la otra vereda y con una visión opuesta Jensen (1993) Sostiene que Podría ser beneficioso para las juntas mantener la actividad al mínimo, ya que un alto nivel de actividad de este probablemente sea indicativo de una respuesta a un rendimiento deficiente.

La importancia de una junta se puede deducir del número de reuniones de la junta celebradas, en el supuesto de que si se organizan más reuniones, se comparte más información y se resuelven más problemas. Las reuniones son la ocasión más común en la que se debaten e intercambian ideas para supervisar a los gerentes. Por lo tanto, se puede suponer que un aumento en el número de reuniones implicaría un mayor control sobre los gerentes y, por lo tanto, un aumento en la riqueza de los accionistas. De esta forma, existe una asociación positiva entre un mayor número de reuniones y un mayor rendimiento; sin reuniones, la junta tiene menos oportunidades de monitorear el desempeño de la empresa (Gabrielsson y Winlund, 2000). Las empresas con peor desempeño podrían aumentar la cantidad de reuniones que mantienen para mejorar los resultados.

Es menester aclarar que a pesar que la literatura se remite al número de reuniones del directorio para evaluar la diligencia de este órgano, en esta memoria hemos decidido utilizar el número de reuniones del comité de directores para evaluar la diligencia de la junta, debido a la falta de información respecto al número de reuniones ya sean ordinarias o extraordinarias que llevaron a cabo los diversos directorios de las diversas firmas que componen el índice IGPA de la bolsa de comercio de Santiago, la falta de información al respecto nos llevó a aquella decisión, para evaluar la diligencia del directorio pues las empresas estudiadas en su mayoría entregaban la información en cuestión, adicional a ello se tomó aquella decisión debido a la gran importancia que reviste este órgano a fin de dar cumplimiento a adecuadas prácticas de Gobierno Corporativo en nuestro país.

El Comité de Directores es un órgano fiscalizador que introdujo La Ley 19.705 en el artículo 50 bis de la Ley 18.046 respecto de Sociedades Anónimas Abiertas con un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento. Se trata de un derecho de control que el legislador pone a disposición de los accionistas para regular la actividad de los administradores que

muchas veces pueden actuar por interés propio y no por el de la totalidad de la Sociedad. El objetivo principal del comité es “El fortalecimiento de la autorregulación al interior de las Sociedades Anónimas, haciendo más eficiente el desempeño del directorio, al incorporar una mayor fiscalización de las actividades que realizan sus pares”. Conforme lo anterior, se minimizan los conflictos de interés en aquellas Sociedades en donde los directores de mayoría, muchas veces tienen intereses contrapuestos con los intereses sociales y extraen la riqueza.

El comité posee las siguientes facultades y deberes: Examinar los informes de los inspectores de cuentas y auditores externos, según corresponda, el balance y demás estados financieros presentados por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas para su aprobación. Proponer al directorio, los auditores externos y los clasificadores privados de riesgo, en su caso, que será sugeridos a la junta de accionistas respectiva. En caso de desacuerdo con el comité, el directorio podrá formular una sugerencia propia, sometiéndose ambas a consideración de la junta de accionistas. Examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación a los gerentes y ejecutivos principales. Las demás materias que señale el estatuto social, o que le encomiende una junta general de accionistas o el directorio, en su caso.

El Comité debe ser más acucioso que el resto del directorio en examinar con el máximo de cuidado la información financiera de la compañía al emitir el informe que se le exija. Por otra parte, sus facultades evitan que el controlador decida su fiscalización. La existencia de un Comité de Directores le da mayor autonomía a la labor de los profesionales independientes encargados de evaluar o auditar a la empresa, no obstante que la designación compete a la junta de accionistas. El mercado, valorizará de modo superior, las acciones de aquellas empresas que posean estos mecanismos de autorregulación porque se cuenta con atribuciones adicionales que favorecen la alineación de los intereses de los controladores con los de la sociedad.

La importancia del Comité de Directores radica en que permite a los accionistas un mayor grado de acceso a la información y en virtud de aquello, existirá una mayor fiscalización a los controladores quienes a su vez tomarán mejores decisiones de inversión.

HIPOTESIS 4: *El número de reuniones del Comité de directores se asocia positivamente con la creación de valor.*

3.5. Concentración de la propiedad

La estructura de propiedad de la empresa, definida como el grado de concentración que determina la distribución de control de deuda y corporación, o como la proporción de acciones con derecho de voto propiedad directa o indirecta de altos directivos, miembros del consejo o sus familiares (Owusu-Ansah, 1998). Cuando la estructura de propiedad es difusa, se necesita una mayor supervisión para mantener un acceso equitativo para los accionistas minoritarios. Las empresas con una gran dispersión de propietarios tienden a divulgar más información para reducir los costos de control por parte de los accionistas (Haniffa y Cooke, 2002). Además, esta transparencia en CG aumenta si hay accionistas externos (Donnelly & Mulcahy, 2008). Algunos estudios han reportado una relación negativa entre la concentración de la propiedad y el nivel de divulgación de información (Barako et al., 2006; Gandía, 2008; Vander Bauwhede & Willekens, 2008, entre otros). En empresas con grandes accionistas individuales o una alta concentración de propiedad, la información se transfiere directamente a través de canales informales, o simplemente puede haber una mayor alineación de intereses, lo que reduce la necesidad de hacer pública la información. (Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza, 2016)

Bajo el marco de la agencia, dos efectos compensatorios emanan de la concentración de la propiedad: la posible sustitución entre la propiedad y los controles internos (efecto positivo) y el riesgo de expropiación (efecto negativo). Por un lado, la propiedad concentrada significa más poder en manos de un accionista dominante / controlador que podría traducirse en un mejor monitoreo. Los accionistas dominantes / controladores juegan un papel crucial en disciplinar a los gerentes. Esto, a su vez, puede resultar en reducciones de costos de la agencia. De hecho, la propiedad de acciones tiene el potencial de sustituir a otros dispositivos de control dentro de la empresa.

A medida que la propiedad va más allá de cierto punto, los grandes propietarios obtienen un control casi total y prefieren usar firmas para generar beneficios privados de control que no comparten los accionistas minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997). La desviación de los recursos corporativos puede tomar diferentes formas. Un mecanismo frecuente a través del cual los grandes accionistas pueden extraer recursos de la empresa es mediante la organización de transacciones desfavorables entre su empresa y otras empresas que controlan. Estas ofertas se conocen como transacciones con partes relacionadas.

Varios autores (Demsetz y Villalonga, 2001; López Iturriaga y Rodríguez Sanz, 2001) analizan la influencia de la estructura de la propiedad en los resultados económicos de la empresa. Esta variable la medimos a través del porcentaje de acciones en manos del principal accionista de la empresa. El signo esperado para esta variable es positivo, ya que tenemos en cuenta el interés de los accionistas en maximizar el valor de la empresa. Somos de la opinión de que a pesar de que una estructura concentrada se traduce en un exceso de poder en manos de una o pocas personas, el hecho de evitar posibles comportamientos abusivos y oportunistas de los directivos en contra de dicho interés resulta ser una mejor opción para maximizar el valor de la empresa.

Hipótesis 5: *Una estructura de propiedad menos difusa (más concentrada) se asocia positivamente con la creación de valor.*

3.6. Metodología, definición de variables y muestra

3.6.1. Metodología

Para contrastar las hipótesis que hemos planteado, contrastaremos los siguientes modelos:

1. $ROA_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$
2. $ROE_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$
3. $MARGEN\ VENTAS_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$

Tabla 3 Resumen Variables Dependientes, Independientes y de Control.

Variable	Abreviatura	Medición	Signo esperado
Variables dependientes			
Return on Assets	ROA	Extraídas memorias anuales	
Return on Equity	ROE	Extraídas memorias anuales	
Margen Ventas	MV	Cociente entre utilidad sobre ingresos ordinarios	
Variables Independientes			
Porcentaje de mujeres del directorio	PDMUJ	Cociente entre el número de mujeres y el número total del directorio	(+)
Tamaño del directorio	TDIREC	Número del total de directores	(+/-)
Porcentaje de miembros independientes del directorio	PINDEP	Cociente entre el número de miembros independientes y el número total del directorio	(+)
Número de reuniones del Comité	NREUC	Número de reuniones que celebra el Comité de directores en un ejercicio económico	(+)
Propiedad de la empresa	PROP	Porcentaje de la propiedad en manos del controlador	(+)
Variables de Control			
Nivel de endeudamiento	NEND	Cociente entre el total de deudas y el activo total	(-)
Tamaño empresa	TEMP	Logaritmo neperiano del activo total de la empresa	(+/-)

Fuente: Elaboración Propia

3.6.2. Muestra

La muestra está conformada por todas las empresas que cotizan en el IGPA de la Bolsa de Comercio de Chile específicamente en el año 2016. La información necesaria para la construcción del conjunto de variables explicativas, de control y dependientes utilizadas se obtuvo a partir de los informes anuales y sitios web de las empresas seleccionadas, mediante análisis de contenido.

Con una muestra final de 80 empresas, hemos formado dos matrices de datos una de 80 x 11 observaciones, empresas sin clasificar por sector, y una segunda matriz clasificada por sectores de 80 x 19.

Para los fines de agrupamiento de las empresas por sector, estas se clasificaron de acuerdo a los sectores entregados por la bolsa de comercio de Santiago en sus índices bursátiles, en el que establece la división de 7 sectores: Banca, Commodities, Construcción e inmobiliaria, Consumo, Industrial, Retail y Utilities. Cabe señalar que al sector banca se le han añadido de igual manera las empresas pertenecientes a servicios financieros. Adicional a aquello, cabe destacar, que los sectores fueron clasificados en variables dummy, tomando el valor 1 si es que la empresa pertenece al sector y 0 si no.

3.7. Definición de variables

3.7.1. Variables dependientes

Rentabilidad es una noción que se aplica a toda acción económica en la que se movilizan unos medios, materiales, humanos y financieros con el fin de obtener unos resultados. Aquellos resultados se constituyen por medio de las acciones gerenciales, financieras y las políticas implementadas en una organización.

En la literatura económica, aunque el término rentabilidad se utiliza de forma muy variada y son muchas las aproximaciones doctrinales que inciden en una u otra faceta de la misma, en sentido general se denomina rentabilidad a la medida del rendimiento que en un determinado periodo de tiempo producen los capitales utilizados en el mismo. Esto supone la comparación entre la renta generada y los medios utilizados para obtenerla con el fin de permitir la elección entre alternativas o juzgar la eficiencia de las acciones realizadas, según que el análisis realizado sea a priori o a posteriori.

Fundamentalmente, la rentabilidad está reflejada en la proporción de utilidad o beneficio que aporta un activo, dada su utilización en el proceso productivo, durante un período de tiempo determinado; aunado a que es un valor porcentual que mide la eficiencia en las operaciones e inversiones que se realizan en las empresas.

Los niveles de rentabilidad de un negocio, permite evaluar la eficiencia de la empresa en la utilización de los activos, el nivel de ventas y la conveniencia de efectuar inversiones, mediante la aplicación de indicadores financieros que muestran los efectos de gestionar en forma efectiva y eficiente los

recursos disponibles, arrojando cifras del rendimiento de la actividad productiva y determinando si ésta es rentable o no.

La rentabilidad económica (RE) se determina mediante la aplicación de ratios, que se expresan en porcentaje. Dos de estos indicadores son la rentabilidad sobre activos (ROA) y la rentabilidad sobre capital invertido (ROE). Ambos indicadores expresan rentabilidad y proporcionan mucha información sobre el uso que se está haciendo de los activos y de los fondos propios, respectivamente. Adicionalmente a ello otro indicador relevante a la hora de medir creación de valor que menciona (Rapallo, 2002) es el margen de ventas, este indicador revela en que nivel se ven reflejadas las ventas en la utilidad neta.

Por lo dicho anteriormente es que en el presente trabajo, para medir la creación de valor en las empresas hemos utilizado 3 variables dependientes:

- a) El ratio ROA, este indicador fue directamente extraído de las memorias anuales de las empresas que componen la muestra, pues todas estas explicitaban aquel ratio, utilizado también como variable dependiente.
- b) El ratio ROE, al igual que la ratio anterior, este indicador fue directamente extraído de las memorias anuales de las empresas que componen la muestra, pues todas estas lo explicitaban, utilizado también como variable dependiente por otros trabajos previos.
- c) El ratio Margen sobre Ventas, este indicador fue calculado memorias anuales de las empresas que componen la muestra, pues todas estas lo explicitaban, utilizado también como variable dependiente.

3.7.1.1. Variable dependiente ROE

La rentabilidad financiera o de los fondos propios, denominada en la literatura anglosajona return on equity (ROE), es una medida, referida a un determinado periodo de tiempo, del rendimiento obtenido por esos capitales propios, generalmente con independencia de la distribución del resultado. La rentabilidad financiera puede considerarse así una medida de rentabilidad más cercana a los

accionistas o propietarios que la rentabilidad económica, y de ahí que teóricamente, y según la opinión más extendida, sea el indicador de rentabilidad que los directivos buscan maximizar en interés de los propietarios. Además, una rentabilidad financiera insuficiente supone una limitación por dos vías en el acceso a nuevos fondos propios. Primero, porque ese bajo nivel de rentabilidad financiera es indicativo de los fondos generados internamente por la empresa; y segundo, porque puede restringir la financiación externa.

El factor que más interesa a los propietarios de una empresa (sean accionistas, socios o partícipes) es, entre otros, el resultado neto obtenido o beneficio después de impuestos (BDI), en el caso de obtener ganancia, que es la cifra que, en caso de que la junta general de accionistas lo apruebe, puede repartirse como dividendo sin descapitalizar la empresa. Es así como la rentabilidad financiera (RF), pretende calcular la rentabilidad de los fondos propios o fuentes de financiación propias aportadas por los accionistas.

3.7.1.2. Variable dependiente ROA

La rentabilidad económica (RE), conocida con los acrónimos ingleses ROI (return on investments o rentabilidad de las inversiones), ROA (return on assets o rentabilidad de los activos) o ROCE (return on capital employed o rentabilidad del capital utilizado), pretende calcular la rentabilidad de la actividad principal u ordinaria de la empresa.

El origen de este concepto, se sitúa en los primeros años del s. XX, cuando la Du Pont Company comenzó a utilizar un sistema triangular de ratios para evaluar sus resultados. En la cima del mismo se encontraba la rentabilidad económica o ROI y la base estaba compuesta por el margen sobre ventas y la rotación de los activos

3.7.1.3. Variable dependiente MV

La utilidad es el retorno positivo de la inversión originada por la empresa. En otras palabras, es la diferencia entre el precio de venta y todos los costos fijos y variables involucrados en la comercialización y en el mantenimiento de la empresa. Es por ello que el indicador de margen de ventas es relevante, éste es expresado en relación a la utilidad neta y el ingreso por venta. Este ratio es importante a la hora de saber si realmente hubo un buen desempeño de la organización con los ingresos obtenidos, ya muestra cuanto es el porcentaje de las utilidades netas.

3.7.2. Variables independientes

A su vez, hemos utilizado variables independientes. La primera de ellas es la presencia equilibrada de género en el CA, la cual está representada bajo el acrónimo PMUJ, para esta variable esperamos un signo positivo, puesto que consideramos que una mayor presencia de mujeres en los CA contribuye a una mayor creación de valor en las organizaciones, pues tal como lo plantea Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza (2016) las mujeres proporcionan puntos de vista, experiencias y estilos de trabajo que difieren de los de sus contrapartes masculinos. La diversidad de género está asociada con una mayor calidad del debate en la sala de juntas y una comunicación más efectiva, lo que facilita una mayor disponibilidad de información para los inversores.

La segunda variable independiente que utilizamos es el número de miembros que forman el CA, definiéndola como NMCA. No pronosticamos ningún signo, ya que tampoco está clara la repercusión que la dimensión del CA puede tener en la rentabilidad económica. La teoría planteada por Pucheta-Martínez (2016) dice que el número de miembros de la junta mejora el rendimiento, pero solo hasta cierto punto, después del cual el valor disminuye a medida que se suman nuevos directores.

La tercera variable en estudio es el porcentaje de miembros independientes que componen el CA, definiéndola como PMICA y calculándola como el cociente entre el número de miembros independientes y el número total de miembros en el CA. Para esta variable esperamos un signo positivo. Existen numerosas recomendaciones procedentes de instituciones como la OCDE, el Banco Mundial, etc., sobre la necesidad de incrementar la proporción de consejeros independientes, ya que la independencia de un Consejo significa que los consejeros son independientes de los

administradores o directores, un asunto sumamente importante para que el directorio realice con efectividad su labor de monitoreo y control de los administradores. Se piensa que sería un elemento que ayude a disminuir los problemas de agencia.

La cuarta variable bajo análisis es el número de reuniones que celebra el CA al año, y la definimos como NREUC, calculada como el número de reuniones tanto ordinarias como extraordinarias que celebra el comité a lo largo del año. Esperamos un signo positivo para la misma. Debido a que tal como lo indica Villanueva-Villar et al., (2016) Las reuniones poco frecuentes pueden indicar un interés limitado en la compañía, o incluso una falta de interés, por parte de los directores. Del mismo modo, un mayor número de reuniones implicaría una mayor supervisión de la gestión de la empresa, con un efecto positivo en su desempeño.

La última variable independiente a analizar es la concentración de la propiedad de las empresas, representada bajo la sigla PROP, medida como el porcentaje de acciones en manos del principal accionista. Briano-Turrent & Rodríguez-Ariza (2016) plantea, por un lado, que la propiedad concentrada significa más poder en manos de un accionista controlador que podría traducirse en un mejor monitoreo. Los accionistas controladores juegan un papel crucial en disciplinar a los gerentes. Esto, a su vez, puede resultar en reducciones de costos de la agencia. De hecho, la propiedad de acciones tiene el potencial de sustituir a otros dispositivos de control dentro de la empresa.

3.7.3. Variables de control

En la presente tesis se han considerado dos variables de control (tamaño de la empresa y nivel de endeudamiento) que según la literatura poseen influencia en las variables dependientes (ROE, ROA y Margen Ventas).

3.7.3.1. Tamaño de la empresa

La primera variable de control que hemos considerado es el tamaño de la empresa, definida como TE y calculada como el logaritmo neperiano del total de los activos. Caspar (2009) y Zott y Amit, (2008) revelan que el tamaño de la empresa afecta a los rendimientos empresariales Autores como Calvo Flores Segura, García Pérez de Lema y Arqués Pérez (2000) y Huerta, Contreras, Almodóvar y Navas (2010) documentan una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la creación de valor, mientras que Fariñas y Martín Marcos (2001) concluyen que el tamaño de la empresa influye negativamente en la rentabilidad económica.

Bassett, Koh y Tutticci, (2007) indican que el tamaño de la empresa afecta positivamente el nivel de divulgación de información corporativa Las empresas más grandes tienen ciertas características que las diferencian de las más pequeñas, como la mayor diversidad de productos, redes de distribución más complejas y una mayor necesidad de financiamiento de los mercados de capital (Gallego Álvarez et al., 2009).

Así pues, dado que la evidencia previa no es concluyente, no predecimos ningún signo respecto a la relación entre tamaño de la empresa y creación de valor (medida a través de la rentabilidad económica ROE Y ROA y el ratio Margen de ventas), pudiendo tomar la variable tamaño de la empresa un signo tanto positivo como negativo.

3.7.3.2. Nivel de endeudamiento (estructura de capital)

La segunda variable de control que hemos considerado en el modelo es el nivel de endeudamiento o leverage (END), medido como el cociente entre el total de deudas y el activo total.

Las empresas con mayores niveles de deuda generalmente son objeto de mayor atención por parte de los acreedores, y tienen mayores incentivos para divulgar más información sobre su desempeño administrativo (Samaha, Dahawy, Hussainey, & Stapleton, 2012; Xiao, Yang y Chow, 2004).

Algunos autores defienden la tesis de que es bueno endeudarse, ya que puedes beneficiarte de los ahorros fiscales que dicha deuda genera y, por tanto, aumentar así el valor de la empresa (Modigliani y Miller, 1963). En cambio, otros autores (Jensen y Meckling, 1976) afirman que hay otras imperfecciones del mercado, como las asimetrías de la información y los costes de quiebra y de agencia, que provocan que un mayor nivel de endeudamiento pudiera hacer que el valor de la organización disminuyera.

En la misma línea, Arrondo (2002), Martín Ugedo (2000) y Otero, Fernández, Vivel y Reyes (2007), entre otros, documentan que las empresas menos endeudadas son más rentables. Así pues, el signo que esperamos para esta variable es negativo, ya que consideramos que un mayor nivel de endeudamiento por parte de la empresa disminuirá el valor de la misma.

Capítulo 4: Modelo Empírico

El modelo teórico aplicado en la propuesta econométrica es el Modelo de Regresión Lineal Básico de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), el cual tiene como objetivo caracterizar un fenómeno en particular sobre la base de una serie de variables que afectan, tanto positiva como negativamente.

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 * X_{2i} + \beta_3 * X_{3i} + \dots + \beta_k * X_{ki} + \mu_i$$

Modelo de regresión lineal original (MCO)

Dónde:

- Y: Variable dependiente (fenómeno a explicar).
- i: Observación Muestral disponible para el fenómeno.
- β : Parámetros desconocidos a estimar.
- X: Variables explicativas (Regresores).
- u: Error del estimador (no es observable y puede ser tratado como una variable aleatoria).

El modelo de regresión lineal nos permite identificar con claridad, causalidades estructurales aplicables a todo tipo de muestras que se quisieran estudiar, con datos de tipo “Corte Transversal” o “Serie de Tiempo”.

En el caso de esta propuesta econométrica las variables pueden ser integradas al modelo, el cual determinará el efecto de estas sobre indicadores como lo es el ROA y ROE de las 80 empresas que componen el IGPA de la Bolsa de Santiago.

Para contrastar las hipótesis que hemos planteado, contrastaremos los siguientes modelos:

Primera propuesta:

$$1. \text{ROA}_i = \beta_1 + \beta_2 * \text{PDMUJ}_{2i} + \beta_3 * \text{TDIREC}_{3i} + \beta_4 * \text{PINDEP}_{4i} + \beta_5 * \text{NREUC}_{5i} + \beta_6 * \text{PROP}_{6i} \\ + \beta_7 * \text{NEND}_{7i} + \beta_8 * \text{TEMP}_{8i} + \mu_i$$

Dónde:

- **Return on Assets_i**: Fenómeno a explicar.
- **i**: Observación Muestral disponible para el fenómeno (En este caso son 80 empresas pertenecientes al IGPA en un periodo de tiempo, lo que indica que se cuenta con datos de Corte Transversal).
- $\beta_{(1,2,\dots,K)}$: Parámetros desconocidos a estimar.
- **NREUC_i**: Variable explicativa (regresor).
- **PDMUJ_i**: Variable explicativa (regresor).
- **TDIREC_i**: Variable explicativa (regresor).
- **PINDEP_i**: Variable explicativa (regresor).
- **TEMP_i**: Variable de control.
- **NEND_i**: Variable de control.
- **PROP_i**: Variable de control.
- μ_i : Error del estimador (no es observable y puede ser tratado como una variable aleatoria).

Segunda propuesta:

$$ROE_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

Dónde:

- **Return on Equity_i** : Fenómeno a explicar.
- **i**: Observación Muestral disponible para el fenómeno (En este caso son 80 empresas pertenecientes al IGPA en un periodo de tiempo, lo que indica que se cuenta con datos de Corte Transversal).
- $\beta_{(1,2,\dots,K)}$: Parámetros desconocidos a estimar.
- **NREUC_i**: Variable explicativa (regresor).
- **PDMUJ_i**: Variable explicativa (regresor).
- **TDIREC_i**: Variable explicativa (regresor).
- **PINDEP_i**: Variable explicativa (regresor).
- **TEMP_i**: Variable de control.
- **NEND_i**: Variable de control.
- **PROP_i**: Variable de control.
- μ_i : Error del estimador (no es observable y puede ser tratado como una variable aleatoria).

Tercera propuesta:

$$MV_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

- **Margen de Ventas:** Fenómeno a explicar.
- **i:** Observación Muestral disponible para el fenómeno (En este caso son 80 empresas pertenecientes al IGPA en un periodo de tiempo, lo que indica que se cuenta con datos de Corte Transversal).
- $\beta_{(1,2,\dots,K)}$: Parámetros desconocidos a estimar.
- **NREUC_i:** Variable explicativa (regresor).
- **PDMUJ_i:** Variable explicativa (regresor).
- **TDIREC_i:** Variable explicativa (regresor).
- **PINDEP_i:** Variable explicativa (regresor).
- **TEMP_i:** Variable de control.
- **NEND_i:** Variable de control.
- **PROP_i:** Variable de control.
- μ_i : Error del estimador (no es observable y puede ser tratado como una variable aleatoria).

4.1. Regresión Lineal y pruebas de hipótesis con variable dependiente ROA

Para realizar una estimación del modelo requerido a través de MCO en el programa STATA se utiliza el comando **reg**, que es el de regresión lineal, y se le dan como argumento las variables que se quieren estimar en el modelo, en primer lugar la variable dependiente, que en este caso en particular es: ROA, luego las variables explicativas y de control como sigue: **reg, PDMUJ TDIREC PINDEP NREUC PROP NEND TEMP** con lo que se busca obtener una estimación de la siguiente forma:

$$ROA_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

Con los datos entregados a STATA se obtuvieron los siguientes valores estimados:

Tabla 4 Regresión Lineal ROA

RESUMEN

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	0,339	0,115	0,029	4,648275

ANOVA

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	202,461	7	28,923	1,339	0,245
	Residuo	1555,665	72	21,606		
	Total	1758,126	79			

COEFICIENTE

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	6,002	3,805		1,577	0,119
	PDMUJ	0,023	0,057	0,048	0,407	0,685
	TDIREC	0,045	0,354	0,015	0,127	0,899
	PDINDEP	-0,004	0,034	-0,012	-0,103	0,918
	NREUC	0,035	0,108	0,038	0,319	0,751
	PROP	0,041	0,028	0,174	1,463	0,148
	TEMP	-0,053	0,105	-0,058	-0,507	0,614
	NEND	-0,062	0,027	-0,265	-2,272	0,026

Fuente: SPSS

La estimación da como resultado la siguiente regresión:

$$ROA_i = 6,002 + 0,023 * PDMUJ_{2i} + 0,045 * TDIREC_{3i} - 0,004 * PINDEP_{4i} + 0,035 * NREUC_{5i} + 0,041 * PROP_{6i} - 0,053 * TEMP_{7i} - 0,062 * NEND_{8i}$$

- Prob>F = 0,245 Si el resultado fuese menor a alfa .05 se podría concluir que el modelo si explica la variable dependiente, Sin embargo en este caso las variables independientes (regresores) seleccionados en base a la teoría no logran explicar el modelo en su totalidad.
- El R cuadrado confirma lo que Prob de F da a conocer, en este ítem se puede decir que el modelo planteado para explicar la variable dependiente ROA explica tan solo un 11,52% de su comportamiento, siendo este número muy bajo, por lo tanto recalca la escasa capacidad de las variables independientes de poder explicar el comportamiento del ROA.

- Al analizar las variables propuestas y la constante nos damos cuenta que en su mayoría poseen un p-valor mayor al alfa 0,05, lo que coincide con lo concluido anteriormente, que varias de las variables propuestas para el modelo no son individualmente significativas. Sin embargo, la variable del nivel de endeudamiento destaca entre las demás y es estadísticamente significativa al 5%. Además se puede mencionar otro punto concluyente respecto de estos regresores, ya que que temp, pldindep, nend, tienen un comportamiento negativo, lo que quiere decir que, si disminuyen en una unidad el roa disminuirá en cada coeficiente respectivo a la variable. En cambio las otras variables restantes del modelo tienen un comportamiento positivo por lo tanto ascendente.

4.1.1. Test de Exogeneidad

4.1.1.1 Test de Ramsey

Tabla 5 Test de Ramsey

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of roa
H0 : model has no omitted variables
F(3,69) = 2,90
Prob > F = 0,0411

Fuente: Stata

Si p-valor = 0.000 es que hay variables (potencias o raíces de las independientes o dependientes) omitidas. Sin embargo en la aplicación de este caso p-valor es 0.0411 lo que implica que este modelo no posee variables omitidas, por lo tanto no presenta problemas de endogeneidad.

4.1.2. Test de Homocedasticidad

4.1.2.1. Breusch Pagan

Tabla 6 Test de Breusch Pagan

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
H0 : Constant variance
Variables: fitted values of roa
chi2 (1) = 10,39
Prob > chi2 = 0,0013

Fuente: Stata

H0: $\sigma^2 = \dots = \sigma_n^2$ (Homocedásticas)

H1: $\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2$ (Heterocedásticas)

Dado que el valor p es de 0.0013 con una significancia del 95% de confianza, se rechaza H0 a favor de la alternativa de heterocedasticidad, por lo cual no se cumple con el supuesto del modelo clásico donde la varianza de las perturbaciones es constante. De aquello se deduce que al menos una de las variables explicativas del modelo posee influencia en la varianza de los residuos.

4.1.2.2. Test de White

Tabla 7 Test de White

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test			
Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	53,21	35	0,0249
Skewness	9,13	7	0,2437
Kurtosis	2,04	1	0,1531
Total	64,38	43	0,019

Fuente: Stata

1. H0: $\sigma^2 = \dots = \sigma_n^2$ (Homocedásticas)
2. H1: $\sigma_i^2 \neq \sigma_j^2$ (Heterocedásticas)

Dado que el valor p es de 0.0190 con una significancia del 95% existe evidencia estadística para rechazar H0 a favor de H1, por lo cual el modelo presenta heterocedasticidad. Vale decir que no se cumple con el supuesto del modelo clásico donde la varianza de las perturbaciones no es constante. Adicional a ello se puede concluir que los parámetros no siguen siendo MELI (Mejores Estimadores Linealmente Insesgados) ni eficientes.

4.1.2.3. Corrección Heterocedasticidad

Tabla 8 Corrección heterocedasticidad

Numero of obs= 80
 F (7,72)= 1,62
 Prob > F= 0,145
 R-squared= 0,1152
 Root MSE= 4,6483

ROA	Coef	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
PDMUJ	0,0233342	0,0532858	0,44	0,663	-0,082889	0,1295575
TDIREC	0,0449619	0,2474044	0,18	0,856	-0,44823	0,5381536
PDINDEP	-0,0035045	0,0339323	-0,1	0,918	-0,071147	0,0641384
NREUC	0,0345237	0,1316097	0,26	0,794	-0,227836	0,2968829
PROP	0,0407234	0,0273739	1,49	0,141	-0,013846	0,0952922
TEMP	-0,0531622	0,0510572	-1,04	0,301	-0,154943	0,0486185
NEND	-0,0617358	0,0343235	-1,8	0,076	-0,130158	0,0066868
_cons	6,001948	3,045862	1,97	0,053	-0,069868	12,07376

Fuente: Stata

4.1.3. Test de Multicolinelidad

Tabla 9 Test Variance Inflation Factor

Variable	VIF	1/VIF
TDIREC	1,19	0,841377
PROP	1,15	0,871855
NREUC	1,13	0,881079
PDMUJ	1,11	0,900808
NEND	1,11	0,902774
TEMP	1,05	0,94805
PDINDEP	1,05	0,0948911
Mean VIF	1.11	

Fuente: Stata

El factor de inflación de la varianza cuantifica la intensidad de la multicolinealidad en un análisis de regresión normal de MCO, proporcionando un índice que mide hasta qué punto la varianza de un coeficiente de regresión estimado se incrementa a causa de la colinealidad. Si $VIF > 10$ existe multicolinealidad alta. En el presente caso de estudio $VIF < 10$ por lo tanto se concluye, que no hay presencia de una alta multicolinealidad en el modelo planteado.

4.2. Regresión Lineal y pruebas de hipótesis con variable dependiente ROE

Para realizar una estimación del modelo requerido a través de MCO en el programa STATA se utiliza el comando **reg**, que es el de regresión lineal, y se le dan como argumento las variables que se quieren estimar en el modelo, en primer lugar la variable dependiente, que en este caso en particular es: ROE, luego las variables explicativas y de control como sigue: **reg, PDMUJ TDIREC PINDEP NREUC PROP NEND TEMP** con lo que se busca obtener una estimación de la siguiente forma:

$$ROE_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

Tabla 10 Regresión Lineal ROE

RESUMEN DEL MODELO

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	0,31	0,096	0,008	10,767488

ANOVA

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	887,441	7	126,777	1,093	0,377
	Residuo	8347,594	72	115,939		
	Total	9235,035	79			

COEFICIENTE

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	2,329	8,814		0,264	0,792
	PDMUJ	0,146	0,133	0,13	1,098	0,276
	TDIREC	-0,167	0,82	-0,025	-0,204	0,839
	PDINDEP	-0,056	0,079	-0,082	-0,715	0,477
	NREUC	0,234	0,251	0,112	0,935	0,353
	PROP	0,091	0,064	0,169	1,407	0,164
	TEMP	-0,057	0,243	-0,027	-0,235	0,815
	NEND	0,084	0,063	0,157	1,334	0,186

Fuente: SPSS

La estimación da como resultado la siguiente regresión:

$$ROE_i = 2,329 + 0,146 * PDMUJ_{2i} - 0,167 * TDIREC_{3i} - 0,056 * PINDEP_{4i} + 0,234 * NREUC_{5i} + 0,091 * PROP_{6i} - 0,057 * TEMP_{7i} + 0,084 * NEND_{8i}$$

Analizando el modelo en términos generales, se pudieron obtener los siguientes resultados:

- Prob>F = 0,3766 debido a que el resultado es mayor a alfa .05 se puede concluir que el modelo planteado no explica la variable dependiente. Dicho de otro modo las variables independientes (regresores) seleccionados en base a la teoría no logran explicar el modelo ROE en su totalidad.
- El R cuadrado confirma lo que Prob de F da a conocer, en este ítem se puede decir que el modelo planteado para explicar la variable dependiente ROE explica tan solo un 9,61% de su comportamiento, siendo este número muy bajo, recalca la escasa capacidad de las variables independientes de poder explicar el comportamiento del ROE.

- Al analizar las variables obtenidas y la constante nos damos cuenta que todas ellas poseen un p-valor mayor al alfa, lo que coincide con lo concluido anteriormente, que ninguna de las variables propuestas para el modelo es individualmente significativa. Además se puede mencionar otro punto concluyente respecto de estos regresores, ya que temp, pdindep y tdirec tienen un comportamiento negativo, lo que quiere decir que, si disminuyen en una unidad el roa disminuirá en cada coeficiente respectivo a la variable. En cambio las otras variables restantes del modelo tienen un comportamiento positivo por lo tanto ascendente.

4.2.1. Test de Exogeneidad

Test de Ramsey

Tabla 11 Test de Ramsey

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of roa
H0 : model has no omitted variables
F(3,69) = 1,79
Prob > F = 0,1578

Fuente: Stata

Si p-valor = 0.000 es que hay variables (potencias o raíces de las independientes o dependientes) omitidas. Sin embargo en la aplicación de este caso p-valor es 0.1578 lo que implica que este modelo no posee variables omitidas, por lo tanto no presenta problemas de endogeneidad.

4.2.2. Test de Homocedasticidad

4.2.2.1. Breusch Pagan

Tabla 12 Test de Breusch Pagan

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
H0 : Constant variance
Variables: fitted values of roa
chi2 (1) = 3,83
Prob > chi2 = 0,0502

Fuente: Stata

H0: $\sigma^2 = \dots = \sigma_n^2$ (Homocedásticas)

H1: $\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2$ (Heterocedásticas)

Dado que el valor p es de 0.0502 con una significancia del 95% de confianza, se acepta H0 a favor de la alternativa de homocedasticidad, por lo cual se cumple con el supuesto del modelo clásico donde la varianza de las perturbaciones es constante. De aquello se deduce que ninguna de las variables explicativas del modelo posee influencia en la varianza de los residuos.

4.2.2.2. Test de White

Tabla 13 Test de White

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test			
Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	37,98	35	0,335
Skewness	2,91	7	0,8934
Kurtosis	1,58	1	0,2088
Total	42,47	43	0,4941

Fuente: Stata

H0: $\sigma^2 = \dots = \sigma_n^2$ (Homocedásticas)

H1: $\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2$ (Heterocedásticas)

Dado que el valor p es de 0.4941 con una significancia del 95% existe evidencia estadística para aceptar H0 por lo cual el modelo es homocedástico. Vale decir que se cumple con el supuesto del modelo clásico donde la varianza de las perturbaciones es constante. Adicional a ello se puede concluir que los parámetros son MELI (Mejores Estimadores Linealmente Insesgados) y eficientes.

4.2.3. Test de Multicolinealidad

Tabla 14 Test Variance Inflation Factor

Variable	VIF	1/VIF
TDIREC	1,19	0,841377
PROP	1,15	0,871855
NREUC	1,13	0,881079
PDMUJ	1,11	0,900808
NEND	1,11	0,902774
TEMP	1,05	0,94805
PDINDEP	1,05	0,0948911
Mean VIF	1.11	

Fuente: Stata

Si $VIF > 10$ existe multicolinealidad. En el presente caso de estudio $VIF < 10$ por lo tanto se concluye de que no hay presencia de multicolinealidad en el modelo planteado.

4.3. Regresión Lineal y pruebas de hipótesis con variable dependiente MV

Para realizar una estimación del modelo requerido a través de MCO en el programa STATA se utiliza el comando **reg**, que es el de regresión lineal, y se le dan como argumento las variables que se quieren estimar en el modelo, en primer lugar la variable dependiente, que en este caso en particular es: MV (Margen de Ventas), luego las variables explicativas y de control como sigue: **reg, PDMUJ TDIREC PINDEP NREUC PROP NEND TEMP** con lo que se busca obtener una estimación de la siguiente forma:

$$MV_i = \beta_1 + \beta_2 * PDMUJ_{2i} + \beta_3 * TDIREC_{3i} + \beta_4 * PINDEP_{4i} + \beta_5 * NREUC_{5i} + \beta_6 * PROP_{6i} + \beta_7 * NEND_{7i} + \beta_8 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

Tabla 15 Regresión Lineal MV

RESUMEN

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
1	0,38	0,144	0,061	12,74028

ANOVA

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	1969,233	7	281,319	1,733	0,115
	Residuo	11686,654	72	162,315		
	Total	13655,887	79			

COEFICIENTE

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	-16,101	10,429		-1,544	0,127
	PDMUJ	0,071	0,157	0,052	0,452	0,652
	TDIREC	0,834	0,97	0,102	0,86	0,393
	PDINDEP	0,08	0,093	0,096	0,856	0,395
	NREUC	0,604	0,297	0,237	2,037	0,045
	PROP	0,131	0,076	0,2	1,715	0,091
	TEMP	0,08	0,288	0,031	0,278	0,782
	NEND	0,084	0,074	0,129	1,123	0,265

Fuente: SPSS

La estimación da como resultado la siguiente regresión:

$$MV_i = -16,101 + 0,071 * PDMUJ_{2i} + 0,834 * TDIREC_{3i} + 0,080 * PDINDEP_{4i} + 0,604 * NREUC_{5i} + 0,131 * PROP_{6i} + 0,08 * TEMP_{7i} + 0,084 * NEND_{8i}$$

Analizando el modelo en términos generales, se pudieron obtener los siguientes resultados:

- Prob>F = 0,115 ya que es el resultado es mayor al alfa .05 se puede concluir que el modelo no explica la variable dependiente MV, dicho de otro modo en su gran mayoría las variables independientes (regresores) seleccionados en base a la teoría no logran explicar el modelo en su totalidad.
- El R cuadrado confirma lo que Prob de F da a conocer, en este ítem se puede decir que el modelo planteado para explicar la variable dependiente roe explica tan solo un 14,4% de su comportamiento, siendo este número muy bajo, recalca la escasa capacidad de las variables independientes de poder explicar el comportamiento del MV.

- Al analizar las variables propuestas y la constante podemos ver que ellas poseen un p-valor mayor al alfa 0,05, excepto el NREUC que es significativamente estadístico al 5% y PROP que es estadísticamente significativa al 10%.

4.3.1. Test de Exogeneidad

Test de Ramsey

Tabla 16 Test de Ramsey

Ramsey RESET test using powers of the fitted values of mv
H0 : model has no omitted variables
F(3,69) = 0,95
Prob > F = 0,4233

Fuente: Stata

Si p-valor = 0.000 es que hay variables (potencias o raíces de las independientes o dependientes) omitidas. Sin embargo en la aplicación de este caso p-valor es 0.4233 lo que implica que este modelo no posee variables omitidas, por lo tanto no presenta problemas de endogeneidad.

4.3.2. Test de Homocedasticidad

4.3.2.1. Breusch Pagan

Tabla 17 Test de Breusch Pagan

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
H0 : Constant variance
Variables: fitted values of roa
chi2 (1) = 9,64
Prob > chi2 = 0,0019

Fuente: Stata

H0: $\sigma^2 = \dots = \sigma_n^2$ (Homocedásticas)

H1: $\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2$ (Heterocedásticas)

Dado que el valor p es de 0.0019 con una significancia del 95% de confianza, se rechaza H0 a favor de la alternativa de heterocedasticidad, por lo cual no se cumple con el supuesto del modelo clásico donde la varianza de las perturbaciones es constante.

4.3.2.2. Test de White

Tabla 18 Test de White

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test			
Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	41,14	35	0,2195
Skewness	12,22	7	0,0937
Kurtosis	3,41	1	0,0647
Total	56,77	43	0,0777

Fuente: Stata

H0: $\sigma^2 = \dots = \sigma_n^2$ (Homocedásticas)

H1: $\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \dots \neq \sigma_n^2$ (Heterocedásticas)

Debido que el valor p es de 0.0777 con una significancia del 95% existe evidencia estadística para aceptar H0 por lo cual el modelo es homocedástico. Vale decir que se cumple con el supuesto del modelo clásico donde la varianza de las perturbaciones es constante. Adicional a ello se puede concluir que los parámetros son MELI (Mejores Estimadores Linealmente Insesgados) y eficientes.

4.3.2.3. Corrección Heterocedasticidad

Tabla 19 Corrección de heterocedasticidad

Numero of obs= 80
 F (7,72)= 1,86
 Prob > F= 0,0895
 R-squared= 0,1442
 Root MSE= 12,74

MV	Coef	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
PDMUJ	0,0711508	0,1516669	0,47	0,64	-0,231192 0,3734931
TDIREC	0,8343476	0,8776962	0,95	0,345	-0,915308 2,584003
PDINDEP	0,0799043	0,080838	0,99	0,326	-0,081243 0,241052
NREUC	0,6044087	0,3202556	1,89	0,063	-0,034009 1,242827
PROP	0,1308434	0,0682002	1,92	0,059	-0,005111 0,2667981
TEMP	0,0798173	0,2987801	0,27	0,79	-0,51579 0,6754246
NEND	0,0836414	0,0925439	0,9	0,369	-0,100841 0,2681242
_cons	-16,10061	9,800798	-1,64	0,105	-35,63815 3,436921

Fuente: Stata

4.3.3. Test de Multicolinelidad

Tabla 20 Test Variance Inflation Factor

Variable	VIF	1/VIF
TDIREC	1,19	0,841377
PROP	1,15	0,871855
NREUC	1,13	0,881079
PDMUJ	1,11	0,900808
NEND	1,11	0,902774
TEMP	1,05	0,94805
PDINDEP	1,05	0,948911
Mean VIF	1,11	

Fuente: Stata

Si $VIF > 10$ existe multicolinealidad. En el presente caso de estudio $VIF < 10$ por lo tanto se concluye de que no hay presencia de multicolinealidad en el modelo planteado.

4.4. Resultados Obtenidos

4.4.1. Estadísticos Descriptivos

Tabla 21 Estadísticas Descriptivas

Variables Continuas					
Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROE	80	10,82136	10,81199	-36,08	49,6
MV	80	10,41787	13,1476	-18,34	56,96
ROA	80	5,070313	4,717495	-6,98	23,4
PDMUJ	80	5,292971	9,603781	0	50
TDIREC	80	7,9625	1,610439	5	14
PDINDEP	80	23,94266	15,75483	0	80
NREUC	80	8,2875	5,146447	0	21
PROP	80	55,25771	20,11586	0	99
TEMP	80	13,97074	5,118824	0,4202454	47,29278
NEND	80	50,58528	20,25509	2,831216	93,50644
Variables dummy					
		1(%)	0(%)		
BANCA		0,2125	0,7875		
COMMODITIES		0,05	0,95		
CONST &. INMOB		0,075	0,925		
CONUSMO		0,1375	0,8625		
INDUSTRIAL		0,1125	0,8875		
RETAIL		0,1	0,9		
UTILITIES		0,125	0,875		
OTROS		0,1875	0,8125		

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 21 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables continuas y dicotómicas. Así pues, se puede observar que el ROA medio de las empresas de la muestra es del 5,07%, el ratio ROE medio asciende a 10,82%, por su parte el indicador margen de ventas medios es de 10,41%. Por otra parte, el 23,94% de los miembros del CA son independientes y el 5,3% mujeres, mientras que el tamaño medio del directorio es de 8 miembros. También se puede apreciar que los miembros pertenecientes al comité de directores se reúnen, de media, 8 veces al año. El 55,25% de las acciones de las empresas están en manos del principal accionista. Ello significa que las empresas cotizadas españolas están, en general, dirigidas por los accionistas, especialmente por uno de ellos. El tamaño medio de la empresa es 13,97 (log total activos), el nivel de endeudamiento medio de la empresa asciende a 50,58%. Finalmente, se puede observar que el 21,25% de las empresas de la muestra

pertenecen al sector banca y servicios financieros, 5% a commodities, 7,5% al sector construcción e inmobiliaria, 13,75% pertenecientes al sector consumo, 11,25% industrial, 10% retail, 12,5% utilities y el 18,75% perteneciente a otros sectores.

4.4.2. Análisis de Resultados por Modelo aplicado

Tabla 22 Resultados regresión lineal por modelos sin sector

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LINEAL							
		MODELO 1 (ROA)		MODELO 2 (ROE)		MODELO 3 (MV)	
R cuadrado		0,115		0,096		0,144	
R cuadrado Ajustado		0,029		0,008		0,061	
Significancia		0,245		0,377		0,115	
Variable	Signo	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
PDMUJ	(+)	0,023	0,685	0,146	0,276	0,071	0,652
TDIREC	(+/-)	0,045	0,899	-0,167	0,839	0,834	0,393
PDINDEP	(+)	-0,04	0,918	-0,056	0,477	0,08	0,395
NREUC	(+)	0,035	0,751	0,234	0,353	0,604	0,045 **
PROP	(+)	0,041	0,148	0,091	0,164	0,131	0,091 *
NEND	(-)	-0,062	0,026 **	0,084	0,186	0,084	0,265
TEMP	(+/-)	-0,053	0,614	-0,057	0,815	0,08	0,782
_const		6,002	0,119	2,329	0,792	-16,101	0,127

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración Propia

En este apartado se va a analizar los resultados obtenidos de la regresión lineal, tal y como se observa en la tabla 23, el modelo 2, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE), ninguna de las variables del modelo resulto ser significativas al 1%, 5% ni al 10%. En lo que respecta a la variable porcentaje de miembros independientes en el directorio (PINDEP) observamos que esta presenta un signo negativo, contrario al esperado para esta, aunque esta variable ni las otras que componen el modelo resultaron ser significativas, tal como se dijo anteriormente. Así pues, a tenor de estos resultados no podemos aceptar las hipótesis 1, 2, 3, 4 ni 5. Por lo tanto, no podemos afirmar que la presencia de miembros independientes en el CA, la presencia equilibrada de género, la diligencia del comité, ni la estructura de propiedad, influya en la creación de valor en la empresa,

incrementando la ratio ROE, al igual que tampoco podemos concluir que el porcentaje de miembros independientes afecte positiva o negativamente a la creación de valor en la empresa. En relación con las variables de control, la única variable estadísticamente significativa al 5% es el nivel de endeudamiento de la empresa (NEND), presentado un signo negativo. Así pues, podemos concluir que a medida que se incrementa el endeudamiento de la empresa, se reduce la rentabilidad económica de la misma. Por su parte la variable de control TEMP no es estadísticamente significativa en ninguno de los modelos.

En el caso del modelo número 1 cuya variable dependiente es el indicador ROA (retorno de los activos) la única variable que resulto ser significativa al 5% es el nivel de endeudamiento (NEND) variable de control del modelo. Considerando este hecho, no se pueden aceptar las hipótesis 1,2,3,4 ni 5.

En lo que respecta al análisis de signos de las variables del modelo en cuestión, se puede observar en la tabla 22 que tan solo el porcentaje de miembros independientes del directorio (PINDEP) difiere del signo esperado, pues se esperaba una relación positiva entre esta variable y la dependiente ROA, pero el resultado fue contrario a aquello, arrojando una relación negativa. Por lo cual no podemos afirmar que la variable estudiada en el modelo afecta positiva o negativamente en la creación de valor de las empresas estudiadas.

El modelo 3 que posee como variable dependiente la ratio margen de ventas (MV), se puede observar que tanto la variable NREUC (diligencia del comité, medida como el número de reuniones) como la variable independiente PROP (estructura de propiedad, porcentaje de acciones en manos del controlador) arrojan el signo esperado y son estadísticamente significativas al 5% y 10% respectivamente, tal cual se puede observar en la tabla 23.

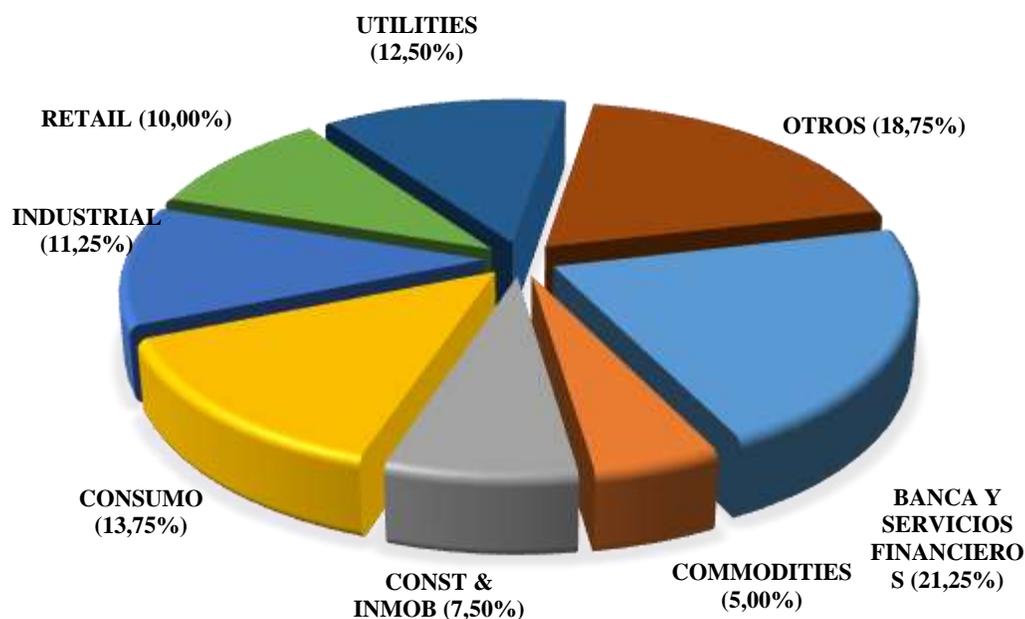
En base a los resultados, se puede aceptar las hipótesis 4 y 5, con lo cual se puede concluir que a mayor actividad del comité de directores se incrementa el indicador margen de ventas. A la vez una estructura de propiedad más difusa afecta positivamente el margen de venta de las empresas. En lo que respecta a las demás variables estudiadas en el modelo (PDMUJ, TDIREC y PINDEP) resultaron ser no significativas, pero la relación esperada entre la dependiente MV y las independientes, estudiada a través del signo que acompaña al coeficiente, resultaron ser las esperadas.

4.4.3. Análisis por Sector

A continuación se procederá a realizar un análisis de significancia y signos de las variables dependientes del modelo propuesto, pero depurado por los diversos sectores en los que operan las empresas que componen la muestra, con el objeto de entregar un análisis mucho más prolijo de los datos. Pues con aquello, se disminuye la variabilidad de los datos y a la vez aumentan las probabilidades de encontrar una tendencia entre las variables en cuestión.

Las empresas fueron clasificadas en 8 sectores: Banca y Servicios Financieros, Consumo, Utilities, Commodities, Construcción e Inmobiliaria, Retail, Industrial y Otros. Esta clasificación se realizó de acuerdo a lo entregado por la bolsa de comercio de Santiago en su respectiva página web, y a la vez complementado por lo que las distintas empresas declaran en sus memorias anuales. Para más detalles de la clasificación de las empresas ver Anexo n°2.

Figura 3 Composición del IGPA



Fuente: Elaboración Propia

La muestra está compuesta por las 80 empresas que integran el índice general de precios accionarios IGPA, el sector Banca y Servicios Financieros lo constituyen 17 empresas, mientras que el sector Construcción e Inmobiliaria 6, por su parte el sector Consumo está compuesto por 11 empresas, Industrial 9, Retail 8, Utilities 10, mientras que las 15 empresas restantes se clasificaron como otros, los cuales en su mayoría son empresas de servicios entretenimiento y telecomunicaciones.

Al momento de regresionar en el programa SPSS por sectores, este solo arrojó las regresiones de los sectores Banca, Consumo, Industrial, Utilities y Otros, debido a que los sectores Commodities, Retail y Construcción e Inmobiliaria, no contaban con el número de observaciones necesarias, que fuesen representativas a la muestra en estudio.

A continuación se procederá a detallar cada uno de los sectores regresionados, con sus respectivas significancias y coeficientes.

4.4.3.1. Sector Banca

Tabla 23 Significancia y coeficientes Sector Banca

RESULTADOS REGRESIÓN LINEAL							
		MODELO 1 (ROA)		MODELO 2 (ROE)		MODELO 3 (MV)	
R cuadrado		0,565		0,257		0,74	
R cuadrado Ajustado		0,227		0,156		0,538	
Significancia		0,232		0,338		0,037	
Variable	Signo	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
PDMUJ	(+)	0,396	0,037 **	0,453	0,419	0,454	0,376
TDIREC	(+/-)	-0,767	0,364	-2,044	0,461	2,439	0,34
PDINDEP	(+)	-0,097	0,074 *	-0,271	0,125	-0,231	0,147
NREUC	(+)	0,019	0,948	0,622	0,53	0,345	0,7
PROP	(+)	0,021	0,585	0,09	0,474	0,216	0,082 *
NEND	(-)	-0,067	0,091 *	1,177	0,164	0,228	0,061 *
TEMP	(+/-)	0,041	0,729	-0,087	0,824	0,111	0,755
_const		11,953	0,093 *	15,754	0,475	-31,566	0,135

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración Propia

Resultados de los modelos contrastados:

$$ROA_i = 11,95 + 0,4 * PDMUJ_{2i} - 0,77 * TDIREC_{3i} - 0,1 * PINDEP_{4i} + 0,02 * NREUC_{5i} + 0,02 * PROP_{6i} - 0,07 * NEND_{7i} + 0,04 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$ROE_i = 15,754 + 0,45 * PDMUJ_{2i} - 2,04 * TDIREC_{3i} - 0,27 * PINDEP_{4i} + 0,62 * NREUC_{5i} + 0,09 * PROP_{6i} + 0,18 * NEND_{7i} - 0,09 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$MV_i = -31,57 + 0,45 * PDMUJ_{2i} + 2,44 * TDIREC_{3i} - 0,23 * PINDEP_{4i} + 0,35 * NREUC_{5i} + 0,22 * PROP_{6i} + 0,23 * NEND_{7i} + 0,11 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

En este apartado se procederá al análisis de los resultados obtenidos de la regresión lineal, perteneciente al sector banca en base a las tres variables dependientes planteadas en la metodología, observadas en *Tabla 24*.

En el modelo 1, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre los activos (ROA). Para esta variable dependiente se encuentran tres regresores que son significativos a un 10% éstas son PINDEP, NEND y la constante, además posee otra variable estadísticamente significativa, PDMUJ el porcentaje de mujeres que participan en el directorio de una organización. De este modo y basándose en los resultados obtenidos podemos aceptar las hipótesis 1 y 3 de que la presencia equilibrada de mujeres en el directorio es una variable independiente estadísticamente significativa al 5% al igual que la participación de personas independientes en el directorio. Respecto de los signos que poseen los coeficientes en el sector de banca, se puede apreciar todos excepto PINDEP, TDIREC y NEND no son congruentes con la teoría planteada a lo largo de este estudio. Estas variables se comportan de manera inversa con el ROA no de la forma contraria como se esperaba; vale decir que muchos consejeros o personas independientes no contribuyen al potenciamiento del indicador ROA, a su vez un gran tamaño del directorio no siempre lleva a mejores resultados ya que se puede ralentizar el proceso en la toma de decisiones. En relación con las variables de control, la única variable estadísticamente significativa al 10% es el nivel de endeudamiento de la empresa (NEND), presentado un signo negativo. Así pues, podemos concluir que a medida que se incrementa el endeudamiento de la misma, se reduce la rentabilidad económica de la empresa. Por su parte la variable de control TEMP no es estadísticamente significativa.

En el modelo 2, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE). Para esta variable dependiente no se encuentra ninguna variable independiente o regresor que sea estadísticamente significativo y que tenga la capacidad de poder explicar el modelo planteado. Es por ello que no se acepta ninguna de las hipótesis nulas de la investigación. Respecto de los signos que poseen los coeficientes en el sector de banca, se puede apreciar que todos excepto PINDEP son congruentes con la teoría planteada a lo largo de este estudio. Esta variable se comporta de forma negativa con el ROE no de la forma contraria como se esperaba; vale decir que muchos consejeros o personas independientes no contribuyen al potenciamiento del indicador ROE.

En el modelo 3, donde la variable dependiente es el margen sobre ventas (MV). Para esta variable dependiente se encuentran dos regresores que son significativos a un 10% éstas son PROP y NEND esto quiere decir que son estadísticamente significativas siendo de gran ayuda para poder explicar el fenómeno en estudio. De este modo y basándose en los resultados obtenidos podemos aceptar la hipótesis 5 de estructura de propiedad. Respecto de los signos que poseen los coeficientes en el sector de banca, se puede apreciar todos excepto PINDEP son congruentes con la teoría planteada a lo largo de este estudio. Esta variable se comporta de forma negativa con el MV no de la forma contraria como se esperaba; vale decir que muchos consejeros o personas independientes no contribuyen al potenciamiento del indicador MV.

4.4.3.2. Sector Consumo

Tabla 24 Significancia y coeficientes Sector Consumo

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LINEAL							
		MODELO 1 (ROA)		MODELO 2 (ROE)		MODELO 3 (MV)	
R cuadrado		0,95		0,917		0,831	
R cuadrado Ajustado		0,833		0,725		0,437	
Significancia		0,056		0,114		0,29	
Variable	Signo	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
PDMUJ	(+)	-0,446	0,073 *	0,164	0,787	0,483	0,321
TDIREC	(+/-)	1,215	0,115	-0,303	0,881	-1,612	0,324
PDINDEP	(+)	-0,106	0,383	0,133	0,73	0,261	0,387
NREUC	(+)	0,126	0,51	1,56	0,072 *	1,046	0,089 *
PROP	(+)	0,303	0,015 **	0,354	0,176	0,037	0,818
NEND	(-)	0,273	0,087 *	0,256	0,534	-0,362	0,273
TEMP	(+/-)	-0,447	0,129	0,017	0,982	0,308	0,605
_const		-26,318	0,032 **	-35,779	0,224	16,143	0,419

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración Propia

Resultados de los modelos contrastados:

$$ROA_i = -26,318 - 0,45 * PDMUJ_{2i} + 1,22 * TDIREC_{3i} - 0,11 * PINDEP_{4i} + 0,13 * NREUC_{5i} + 0,30 * PROP_{6i} + 0,27 * NEND_{7i} - 0,45 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$ROE_i = -35,78 + 0,16 * PDMUJ_{2i} - 0,30 * TDIREC_{3i} + 0,13 * PINDEP_{4i} + 1,56 * NREUC_{5i} + 0,35 * PROP_{6i} + 0,26 * NEND_{7i} + 0,017 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$MV_i = 16,14 + 0,48 * PDMUJ_{2i} - 1,61 * TDIREC_{3i} + 0,26 * PINDEP_{4i} + 1,05 * NREUC_{5i} + 0,04 * PROP_{6i} - 0,36 * NEND_{7i} + 0,31 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

En lo que respecta al sector consumo, podemos dar cuenta que en el modelo 1 en el cual se utiliza como variable dependiente el ratio ROA, tres variables del modelo resultan ser estadísticamente significativas PDMUJ, PROP y NEND al 10%, 5% y 10% respectivamente, tal como se puede observar en la tabla superior, siendo NEND una variable de control del modelo, adicional a aquello el signo de estas variables corresponde al pronosticado. Aquello permite la aceptación de las hipótesis 1 y 5, por lo que se puede decir que a medida que aumente la participación de las mujeres en los directorios chilenos de las empresas pertenecientes al sector consumo, aquello tendrá un efecto directo en la ratio ROA, generando un efecto en la creación de valor de las empresas del sector. Por otro lado la significancia y signo arrojado por la variable de control END, indica que a medida que se incrementa el endeudamiento de la empresa aumenta el ratio ROA. Por su parte la variable de control endeudamiento no es significativa en este modelo.

El segundo modelo aquel que utiliza la variable dependiente ROE, se puede observar que tan solo la variable NREUC arroja ser estadísticamente significativa al 10%, y a la vez arroja el signo esperado, con lo cual se puede determinar que la mayor actividad del comité de directores incrementa la ratio ROE. Así pues se acepta la hipótesis 4. Si bien las demás variables cumplen con el signo pronosticado, no se puede concluir que estas poseen influencia en la creación de valor de las empresas del sector, pues ninguna de ellas es estadísticamente significativa.

En el tercer modelo, se da la misma tonica que el modelo 2, existe solo una variable estadísticamente significativa y resulta ser la misma NREUC al 10% de significancia, arrojando el signo esperado, entonces bajo estas condiciones, se acepta la hipótesis 4, por lo que se concluye que una mayor actividad del comité de directores influye positivamente en la ratio margen de ventas. En cuanto a las demás variables dependientes y de control que no son estadísticamente significativas, estas cumplen con el pronóstico del signo esperado, pero al no ser significativas no se puede concluir que estas influyan en la creación de valor de las empresas del sector estudiado.

4.4.3.3. Sector Industrial

Tabla 25 Significancia y coeficientes Sector Industrial

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LINEAL							
		MODELO 1 (ROA)		MODELO 2 (ROE)		MODELO 3 (MV)	
R cuadrado		0,999		1		0,98	
R cuadrado Ajustado		0,996		1		0,843	
Significancia		0,047		0,006		0,281	
Variable	Signo	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
PDMUJ	(+)	-0,281	0,069 *	-0,51	0,011 **	-1,846	0,176
TDIREC	(+/-)	0,853	0,081 *	1,157	0,017 **	-1,031	0,678
PDINDEP	(+)	-0,086	0,15	0,061	0,060 *	0,501	0,39
NREUC	(+)	-0,291	0,127	-0,507	0,021 **	2,252	0,266
PROP	(+)	-0,009	0,704	0,076	0,043 **	0,753	0,254
NEND	(-)	0,017	0,245	-0,007	0,167	0,216	0,31
TEMP	(+/-)	-2,017	0,033 **	-3,227	0,006 ***	-4,394	0,248
_const		31,478	0,047 **	46,183	0,009 ***	1,607	0,975

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración Propia

Resultados de los modelos contrastados:

$$ROA_i = 31,48 - 0,28 * PDMUJ_{2i} + 0,85 * TDIREC_{3i} + 0,06 * PINDEP_{4i} - 0,51 * NREUC_{5i} + 0,08 * PROP_{6i} - 0,01 * NEND_{7i} - 3,23 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$ROE_i = 46,18 - 0,51 * PDMUJ_{2i} + 1,16 * TDIREC_{3i} + 0,13 * PINDEP_{4i} + 1,56 * NREUC_{5i} + 0,35 * PROP_{6i} + 0,26 * NEND_{7i} + 0,017 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$MV_i = 1,61 - 1,85 * PDMUJ_{2i} - 1,03 * TDIREC_{3i} + 0,50 * PINDEP_{4i} + 2,25 * NREUC_{5i} + 0,75 * PROP_{6i} + 0,22 * NEND_{7i} - 4,39 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

En este apartado se van a analizar los resultados obtenidos de la regresión lineal, perteneciente al sector industrial en base a las tres variables dependientes planteadas en la metodología, observadas en *Tabla 26*.

En el modelo 1, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre los activos (ROA). Para esta variable dependiente se encuentran dos variables independientes que son significativas a un 10% éstas son PDMUJ y TDIREC. Además con un nivel de 5% de significancia se encuentra la variable de control TEMP. En el caso particular de la variable PDMUJ el signo que acompaña al parámetro no cumple con la relación esperada. Debido a que arroja un signo negativo, vale decir que si aumenta el número de participación de mujeres en la composición de los directorios disminuye el ratio ROA, situación que no va acorde a la hipótesis planteada. A tenor de lo dicho anteriormente no se acepta la hipótesis 1 independiente de su significancia estadística. Situación contraria se da en el caso de TDIREC donde resulta ser significativa y el signo que acompaña a su parámetro va acorde a lo planteado por la literatura, es por ello que se acepta la hipótesis 2.

En el modelo 2, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE). Este modelo brinda 6 variables estadísticamente significativas tal como se puede observar en la Tabla 26. En cuanto al análisis de los signos esperados de las variables se tiene que tanto PDMUJ y NREUC arrojan un signo negativo, contrario a lo esperado por la literatura, por lo que no se puede aceptar la hipótesis 1 y 4 a pesar de la significancia de las variables. Ya que en este caso si aumenta la participación de mujeres en el directorio esto conllevará una disminución del ratio ROE lo que indica que la participación de las mujeres no contribuye en la creación de valor. Situación contraria a lo planteado en esta memoria. En el caso de número de reuniones del comité se puede apreciar una lógica similar al de PDMUJ, ya que el signo indica que a más actividad del comité menor es la creación de valor en las organizaciones.

En el modelo 3, donde la variable dependiente es el margen sobre ventas (MV). En este sector específico resultó que ninguna variable es estadísticamente significativa.

4.4.3.4. Sector Utilities

Tabla 26 Significancia y coeficientes sector Utilities

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LINEAL							
		MODELO 1 (ROA)		MODELO 2 (ROE)		MODELO 3 (MV)	
R cuadrado		0,884		0,89		0,935	
R cuadrado Ajustado		0,478		0,503		0,705	
Significancia		0,35		0,336		0,211	
Variable	Signo	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
PDMUJ	(+)	-0,41	0,087 *	-0,923	0,076 *	-0,853	0,121
TDIREC	(+/-)	0,165	0,927	-0,488	0,896	-3,696	0,456
PDINDEP	(+)	-0,534	0,166	-1,382	0,116	-1,765	0,107
NREUC	(+)	0,358	0,328	0,555	0,438	0,607	0,479
PROP	(+)	-0,084	0,684	-0,252	0,567	-0,305	0,569
NEND	(-)	-0,31	0,212	-0,386	0,391	-0,808	0,202
TEMP	(+/-)	-0,26	0,814	-1,393	0,56	-8,029	0,082 *
_const		47,058	0,235	120,266	0,174	289,39	0,055 *

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración Propia

Resultados de los modelos contrastados:

$$ROA_i = 47,06 - 0,41 * PDMUJ_{2i} + 0,17 * TDIREC_{3i} - 0,53 * PINDEP_{4i} + 0,36 * NREUC_{5i} - 0,08 * PROP_{6i} - 0,31 * NEND_{7i} - 0,26 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$ROE_i = 120,27 - 0,92 * PDMUJ_{2i} - 0,49 * TDIREC_{3i} - 1,38 * PINDEP_{4i} + 0,56 * NREUC_{5i} - 0,25 * PROP_{6i} - 0,39 * NEND_{7i} - 1,39 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$MV_i = 289,39 - 0,85 * PDMUJ_{2i} - 3,69 * TDIREC_{3i} - 1,77 * PINDEP_{4i} + 0,61 * NREUC_{5i} - 0,31 * PROP_{6i} - 0,81 * NEND_{7i} - 8,03 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

El sector Utilities muestra tanto en el modelo uno como en el dos a la variable PDMUJ como la única significativa al 10%, pero a la vez el signo arrojado no es el esperado, pues se esperaba una relación directa entre la variable independiente y las dependientes ROA Y ROE para ello el signo debía ser positivo, pero resultado ser negativo, debido a esto, es que no se puede aceptar la hipótesis 1, la cual

plantea que una presencia equilibrada de género dentro de los directorios contribuye en la creación de valor por parte de las empresas.

Por su parte el modelo tres que presenta el margen de ventas como indicador dependiente, entrega la variable TEMP (tamaño empresa) como estadísticamente significativa al 10%, presentando un signo negativo, con lo cual resta concluir que medida que aumenta el tamaño de la organización disminuye el valor del ratio margen de ventas en el sector en cuestión.

4.4.3.5. Sector Otros

Tabla 27 Significancia y coeficientes Sector Otros

RESULTADOS DE LA REGRESIÓN LINEAL							
		MODELO 1 (ROA)		MODELO 2 (ROE)		MODELO 3 (MV)	
R cuadrado		0,66		0,384		0,774	
R cuadrado Ajustado		0,32		-0,231		0,547	
Significancia		0,2		0,725		0,064	
Variable	Signo	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
PDMUJ	(+)	1,404	0,056 *	1,884	0,336	2,795	0,038 **
TDIREC	(+/-)	-0,357	0,735	0,466	0,881	-1,108	0,558
PDINDEP	(+)	-0,021	0,87	-0,215	0,572	0,041	0,857
NREUC	(+)	-0,21	0,649	-0,603	0,659	0,223	0,785
PROP	(+)	0,009	0,93	-0,015	0,962	0,106	0,57
NEND	(-)	-0,105	0,176	-0,281	0,216	-0,225	0,112
TEMP	(+/-)	-0,1	0,91	0,074	0,978	0,206	0,896
_const		12,686	0,516	19,629	0,732	11,783	0,732

* Significativa al 10%

** Significativa al 5%

*** Significativa al 1%

Fuente: Elaboración Propia

Resultados de los modelos contrastados:

$$ROA_i = 12,69 + 1,40 * PDMUJ_{2i} - 0,36 * TDIREC_{3i} - 0,02 * PINDEP_{4i} - 0,21 * NREUC_{5i} + 0,01 * PROP_{6i} - 0,11 * NEND_{7i} - 0,1 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$ROE_i = 19,62 + 1,88 * PDMUJ_{2i} + 0,47 * TDIREC_{3i} - 0,22 * PINDEP_{4i} - 0,60 * NREUC_{5i} - 0,02 * PROP_{6i} - 0,28 * NEND_{7i} + 0,07 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

$$MV_i = 11,78 + 2,8 * PDMUJ_{2i} - 1,11 * TDIREC_{3i} + 0,04 * PINDEP_{4i} + 0,22 * NREUC_{5i} + 0,11 * PROP_{6i} - 0,23 * NEND_{7i} + 0,21 * TEMP_{8i} + \mu_i$$

En este apartado se van a analizar los resultados obtenidos de la regresión lineal, perteneciente al sector otros en base a las tres variables dependientes planteadas en la metodología, observadas en *Tabla 28*.

En el modelo 1, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre los activos (ROA). Para esta variable dependiente se encuentra el regresor PDMUJ que estadísticamente es significativo a un 10%. De este modo y basándose en los resultados obtenidos podemos aceptar la hipótesis 1 de que la presencia equilibrada de mujeres en el directorio es una variable que si posee una relación con el aumento del ratio ROA. En lo que respecta a las demás variables resultaron no ser estadísticamente significativas.

En el modelo 2, donde la variable dependiente es la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE). Para esta variable dependiente no se encuentra ninguna variable estadísticamente significativa en ningún caso, ni al 1%, 5% y 10%, es por ello que no estas variables no tienen la capacidad necesaria para poder explicar el modelo planteado, por lo tanto no se puede aceptar ninguna hipótesis planteada en el modelo.

En el modelo 3, donde la variable dependiente es el margen sobre ventas (MV), se encuentra PDMUJ variable significativa al 10%. A la vez, arroja un signo positivo, acorde a lo esperado. Dado esto se puede proceder a aceptar la hipótesis uno de la presente memoria en donde se menciona que la presencia equilibrada de mujeres en el directorio influye en el desempeño del indicador MV.

5. Conclusiones y aportes

La repercusión que el CA tiene en la creación de valor de la empresa es un tema que ha suscitado gran interés y debate. Ahora bien, los resultados que ha revelado la evidencia previa no son concluyentes (Kiel y Nicholson, 2005; Westphal y Bednar, 2005), entre otros diversos autores que han hablado respecto de este tema.

En los últimos años, la crisis económica actual y la pérdida de confianza de los inversores en la información económico-financiera que publican las empresas, tras los escándalos financieros (Enron, CAM), han incrementado la inquietud de mirar con lupa las actuaciones y características de los CA, puesto que su misión de velar por la creación de valor de la empresa y de evitar comportamientos oportunistas y desleales no ha sido, en algunas ocasiones, cumplida.

Es por ello que el objetivo de este estudio consistió en comprobar empíricamente si atributos y características de la composición del directorio de las empresas que componen el IGPA contribuyen en la creación de valor. Lo anterior, considerando el universo de las empresas y diversas variables (directivos independientes, porcentaje de mujeres, sesiones del comité de directores y tamaño del directorio). La medición se realizó a través de una regresión lineal de mínimos cuadrados ordinarios por medio tres variables dependientes ROE, ROA y MV.

Modelo 1: ROA como variable dependiente

La aplicación de la regresión lineal utilizando como variable dependiente el ROA arrojó los siguientes resultados:

- El signo de los parámetros que acompañan a las variables independientes no es el esperado en todos los casos según la literatura existente (tabla 3). Sólo un caso se comporta fuera de lo esperado, puesto que el signo que acompaña a la independiente “porcentaje de miembros independientes en el CA” se esperaba que fuera positivo, indicando que a mayor participación de personas externas aumente el indicador ROA.
- El R cuadrado es de 11,5% y el R cuadrado ajustado es de 2,9%, indicando que el poder explicativo total del modelo propuesto es débil. A su vez, el valor del estadístico de Fisher fue de 24,5%, reafirmando el bajo poder explicativo del modelo.
- La significancia estadística de las variables, medida a través de estadístico p-valor fue mayor al parámetro alfa ($\alpha=0,05$). Solo un caso fue menor al alfa dando como variable estadísticamente significativa el nivel de endeudamiento de las empresas NEND (variable de control). Esto indica NEND es estadísticamente significativa para explicar la variable dependiente ROA, en cambio las demás variables no lo son.

- Si bien en el conjunto de la muestra este modelo no entregó resultados concretos al respecto, una vez sectorizada la muestra se puede observar que el sector industrial y consumo son altamente significativos.
 - El sector industrial en su conjunto entregó: un p-valor del 0,047 y un R cuadrado 99% y R cuadrado ajustado 99% , dando con ello tres variables PDMUJ, TDIREC y TEMP significativas al 5 y 10%. Cabe señalar que, aunque el modelo es significativo, el comportamiento de algunas de sus variables no coincide con los signos esperados. Es así que para la variable PDMUJ se esperaba una relación directa con la variable ROA, situación que no se dio.
 - El sector consumo en su conjunto entregó: un p-valor del 0,56 y un R cuadrado 95% y R cuadrado ajustado 83% , dando con ello tres variables PDMUJ, PROP y NEND significativas al 5 y 10%. Cabe señalar que, aunque el modelo es significativo, el comportamiento de algunas de sus variables no coincide con los signos esperados. Es así que para la variable PDMUJ se esperaba una relación directa con la variable ROA, situación que no se dio. En lo que respecta a la variable propiedad PROP como se dijo anteriormente es significativa y su signo arrojado coincide con lo planteado por la literatura, por lo que se acepta la hipótesis 5 y se puede establecer una relación directa, vale decir que si aumenta la concentración de la propiedad aumenta el ratio ROA.
 - Los demás sectores analizados si bien no resultaron ser significativos en su conjunto, si se encontraron variables que resultaron ser significativas de forma individual. Véase Anexo 3

Modelo 2: ROE como variable dependiente

La aplicación de la regresión lineal utilizando como variable dependiente el ROE arrojó los siguientes resultados:

- El signo de los parámetros que acompañan a las variables independientes es el esperado según la literatura existente (tabla 3). Sólo un caso se comporta fuera de lo esperado, puesto que el signo que acompaña a la independiente “porcentaje de miembros independientes en el CA” se esperaba que fuera positivo, indicando que a mayor participación de personas externas aumente el indicador ROE.

- El R cuadrado es de 9,6% y el R cuadrado ajustado es de 0,82%, indicando que el poder explicativo total del modelo propuesto es débil. A su vez, el valor del estadístico de Fisher fue de 36,76%, reafirmando el bajo poder explicativo del modelo.
- La significancia estadística de las variables, medida a través de estadístico p-valor fue mayor al parámetro alfa ($\alpha=0,05$). Esto indica que las variables no son estadísticamente significativas para explicar la variable dependiente ROE.
- Si bien en el conjunto de la muestra este modelo no entregó resultados concretos al respecto, una vez sectorizada la muestra se puede observar que el sector industrial es altamente significativo, entregando un p-valor del 0,006 y un R cuadrado ajustado de 1, dando con ello todas las variables significativas al 5 y 10% exceptuando el endeudamiento NEND. Los demás sectores analizados si bien no resultaron ser significativos en su conjunto, si se encontraron variables que resultaron ser significativas de forma individual. Cabe señalar que, aunque el modelo es significativo en su totalidad, el comportamiento de algunas de sus variables no coincide con los signos esperados. Es así que para las variables PDMUJ y NREUC se esperaba una relación directa con la variable ROE, situación que no se dio. Véase Anexo 3.

Modelo 3: MV como variable dependiente

La aplicación de la regresión lineal utilizando como variable dependiente el MV arrojó los siguientes resultados:

- El signo de los parámetros que acompañan a las variables independientes es el esperado según la literatura existente (tabla 3).
- El R cuadrado es de 14,4% y el R cuadrado ajustado es de 6%, indicando que el poder explicativo total del modelo propuesto es débil. A su vez, el valor del estadístico de Fisher fue de 11,48%, reafirmando el bajo poder explicativo del modelo.
- La significancia estadística de las variables, medida a través de estadístico p-valor fue menor al parámetro alfa ($\alpha=0,05$) en el caso del Número de reuniones del Comité de Directores NREUC siendo esta variable estadísticamente significativa al 5%, además la variable de control Propiedad de la empresa PROP también mostró un comportamiento estadísticamente significativo, pero al 10%. Esto indica que las variables son estadísticamente significativas para explicar la variable dependiente MV, sin embargo las demás variables que componen el modelo no lo son.

- Si bien en el conjunto de la muestra este modelo no entregó resultados concretos al respecto, una vez sectorizada la muestra se puede observar que el sector industrial y consumo son altamente significativos.
 - El Sector Banca en su conjunto entregó: un p-valor del 0,037 y un R cuadrado 74% y R cuadrado ajustado 54%, dando con ello dos variables significativas al 10% de significancia, éstas son propiedad PROP y nivel de endeudamiento NEND. En cuanto al análisis de los signos el signo arrojado por la regresión coincide con los esperados por la literatura, por ende se acepta la hipótesis 5 de estructura de propiedad PROP. Esto quiere decir que existe una relación directa entre la dependiente y la independiente, vale decir que si aumenta la concentración de la propiedad aumenta el ratio MV.
 - El sector Otros en su conjunto entregó: un p-valor del 0,64 y un R cuadrado 77,4% y R cuadrado ajustado 55,5% , dando con ello tan solo una variable PDMUJ significativa al 5%. En cuanto al análisis de signos, el signo arrojado para PDMUJ coincide con el esperado por la literatura por lo tanto se procede a aceptar la hipótesis 1, lo que implica tener una relación directa, vale decir que si aumenta la participación de las mujeres en el directorio habrá un efecto en el aumento del ratio MV.
 - Los demás sectores analizados si bien no resultaron ser significativos en su conjunto, si se encontraron variables que resultaron ser significativas de forma individual. Véase Anexo 3

Limitaciones:

Tal como se ha planteado a lo largo de esta memoria ninguna variable dependiente se explica de forma significativa con el modelo planteado, aquello se puede deber al corte transversal de los datos, esto pues solo está viendo un punto en el tiempo del comportamiento de las variables independientes. Por consiguiente no se ven los cambios temporales en las variables explicativas, sabiendo que ciertas variables pueden presentar modificaciones de un año a otro, y esto no se ve reflejado en el uso de datos de corte transversal, es por ello que se omite cierta tendencia.

Los MCO se basan en la tendencia central que puede no constituir una representación adecuada de la realidad en aquellos casos en los que la variable dependiente oscila entre los valores superiores e inferiores y, por tanto, la relación puede no ser homogénea a lo largo de los diferentes percentiles de las variables dependientes. Una variable que tenga un impacto positivo basado en la tendencia central para las empresas puede no ser el caso para aquellas posicionadas en los límites superiores e inferiores, por lo tanto el método no reflejaría ni representaría la heterogeneidad en la relación estimada. Además y no menos importante el modelo de MCO asumen una distribución normal, que no siempre se da en el desarrollo de este tipo de casos.

Pero, además, es imprescindible mencionar que los resultados de la estimación están afectos al desarrollo económico estacionario del año 2016, por el simple hecho comentado con anterioridad de realizar el análisis con corte transversal y no observar una tendencia temporal de las variables independientes. Al estimar un año en específico en el modelo implica que se debe tener en consideración la situación económica actual vigente del país, así como en el caso tomar “n” años tener en cuenta la situación actual de esos años, además en este caso se podría apreciar una tendencia de lo que ha ocurrido a lo largo del tiempo.

Aportes:

Para finalizar, queremos hacer hincapié en posibles líneas de investigación futuras que se pueden derivar de esta investigación.

Se recomienda para futuras investigaciones tomar en cuenta las limitaciones, y trabajar con datos de panel ya que permiten trabajar con datos de corte transversal y series de tiempo, logrando así no incurrir en la omisión anteriormente dicha, mejorando los resultados de predicción del modelo. Además también sería interesante para eliminar aquel efecto utilizar regresiones cuantiles.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Abdul Rahman, R., & Haniffa, R. M. (2005). The effect of role duality on corporate performance in Malaysia. *Corporate ownership and control*, 2(2), 40–47
- Adams, R. B., & Mehran, H. (2005). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. In EFA 2005 Moscow meetings
- Agosin, M., & Pastén, E. (2003). Banco Central de Chile Documentos de Trabajo Central Bank of Chile Working Papers Price inflation and exchange rate pass-through in Chile. *Leonardo*.
- Agrawal, A., Knoeber, C.R., 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *J. Financ. Quant. Anal.* 31, 377---397.
- Aníbal, F., Contreras, G., Ricardo, J., & Garnica, V. (2008). El gobierno corporativo : consideraciones y fundamentos teóricos *. *Cuaderno de Administración*, 21(35), 93–126.
- Arrondo, R. (2002). La valoración del mercado de capital español de la decisión de ampliar capital: efectos informáticos y costes de agencia. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 11(3), 98–111
- Arosa, B., Iturralde, T., Maseda, A., 2013. The board structure and firm performance in SMEs: evidence from Spain. *Investig. Eur. Dir. Econ. Empresa* 19, 127---135.
- Barnhart, S.W., Marr, M.W., Rosenstein, S., 1994. Firm performance and board composition: some new evidence. *Manag. Decis. Econ.* 15, 329---340.
- Bassett, M., Koh, P., & Tutticci, I. (2007). The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. *The British Accounting Review*, 39(4), 303–322.
- Bengoechea, J. (1996). El gobierno de empresas: características del debate actual. *Revista de Coyuntura Económica* (3), 69-118.
- Berrone, P., 2009. Estudio sobre la estructura de los Consejos de Administración. Una visión contrastada entre Inversores Institucionales y Presidentes. Working Paper IESE Business School.

- Bhagat, S. y Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long term firm performance. *The Journal of Corporate Law*, 27(2), 231–274.
- Bohórquez, L. E. (2011). Gobierno Corporativo y control interno: Algunas limitaciones y desafíos. *Revista Economía, Gestión Y Desarrollo*, 12, 39–57. Retrieved from http://revistaeconomia.puj.edu.co/html/articulos/Numero_12/BOHORQUEZ.pdf
- Briano-Turrent, G. del C., & Rodríguez-Ariza, L. (2016). Corporate governance ratings on listed companies: An institutional perspective in Latin America. *European Journal of Management and Business Economics*, 25(2), 63–75.
- Calvo-Flores Segura, A., García Pérez de Lema, D. y Arqués Pérez, A. (2000). Posición del riesgo financiero en la industria española. In V. García Martín y D. García Pérez de Lema (Eds.), *Decisiones financieras y fracaso empresarial* (pp. 161–194). Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA
- Canals, J. (2004). Pautas del buen gobierno en los consejos de administración. *Universia Business Review*, 18-27.
- Carnicer, P. de L., Cuenca, E. B., Jiménez, M. J. V., & Pérez, M. P. (2011). Presencia equilibrada entre mujeres y hombres en consejos de administración: Identificación de los Stakeholders. *Cuadernos de Gestion*, 11(SUPPL. PECIALISSU), 49–72. <https://doi.org/10.5295/cdg.100243pd>
- Carter, D.; Simkins, B. y Simpson, W. (2003): “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”, *the Financial Review*, Vol. 38, Nº. 1, pp. 33-53
- Caspar, N. (2009). An analysis of the relationship between international diversification, product diversification, firm resources and performance. United States: The Academy of Management Proceedings.
- Chang, C.S., Yu, S.W., Hung, C.H., 2015. Firm risk and performance: The role of corporate governance. *Rev. Manag. Sci* 9, 141---173.
- Dowell, G.W.S., Shackell, M.B., Stuart, N.V., 2011. Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: evidence from the internet shake-out. *Strateg. Manag. J.* 32, 1025---1045.

- Fama, E. F. y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 262, 301–325.
- Fariñas, J. C. y Martín Marcos, A. (2001). Tamaño de empresa, flexibilidad de costes y cambio tecnológico. *Papeles de Economía Española*, 80/90, 272–285.
- Francis, B.B., Hasan, I., Wu, Q., 2012. Do corporate boards matter during the current financial crisis? *Rev. Financ. Econ.* 21, 39---52.
- Francoeur, C.; Labelle, R. y Sinclair-Desgagné, B. (2007): “Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 81, N°. 1, pp. 83-95.
- Freeman, R.E. (1984): *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman
- Gabrielsson, J., Winlund, H., 2000. Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: examining the effects of the board’s working style on board task performance. *Entrep. Reg. Dev.* 12, 311---330.
- Gallego Álvarez, I., García Sánchez, I., & Rodríguez Domínguez, L. (2009). La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en Internet. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(1), 109–135.
- Ghosh, A., Marra, A., Moon, D., 2010. Corporate boards, audit committees, and earnings management: pre- and post-SOX evidence. *J. Bus. Finance Acc.* 37 (9 & 10), 1145---1176
- Har Sani Mohamad, M., Majdi Abdul Rashid, H., & Shawtari, F. A. (2012). Corporate governance and earnings management in Malaysian government linked companies: The impact of GLCs’ transformation policy. *Asian Review of Accounting*, 20(3), 241–258
- Henriques, I. y Sadosky, r.f. (1999): “Stakeholders, Social Responsibility and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives”, *Academy of Management Journal*, Vol. 42, N°. 5, pp. 479-487.
- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S., 1988. The determinants of board composition. *RAND J. Econ.* 19 (4), 589---606.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on

- corporate performance. *Financial Management*, 20, 101–112.
- Herman, E. S. (1981). . *Corporate control, corporate power* (Vol. 98, p. 1) Cambridge: Cambridge University Press
- Hillman, A.J., Shropshire, C., Certo, S.T., Dalton, D.R., Dalton, C.M., 2011. What I like about you? A multilevel study of share- holder discontent with director monitoring. *Organ. Sci.* 22 (3), 675---687
- Jackling, B. y Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509
- Janis, I. (1989). *Crucial Decisions*. New York: Free Press
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of inter- nal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(4), 4–23.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm. *Managerial of Financial Economics*, 3(4), 305–360
- John, K. y Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403
- Johnson, J.L., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., 1996. Boards of directors: a review and research agenda. *J. Manag.* 22, 409---438
- Lefort, F. (2003). Gobierno corporativo: ¿que es? y ¿como andamos por casa? *Cuadernos de Economía*, 237(120), 207–237.
- Lefort, F., & Gonzáles, R. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Abante*, 11, 45.
- Lipton, M. y Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48, 59–77.
- Martín Ugedo, J. F. (2000). El precio de emisión como señal informativa en las ampliaciones de capital mediante derechos de suscripción preferente. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 94, 47–60

- Medraño, M. de C. M. (2013). Gestión Económica Para El Buen Gobierno Corporativo En Las Entidades De La Economía Social. *Tourism & Management ...*, 4.
- Milla, A. (2002). Diez conceptos clave para entender la creación de valor. Retrieved from <http://www.altair-consultores.com/images/stories/articulos/co/co03.pdf>
- Mínguez, A., Martín, J.F., 2003. The Board of Directors as a Control Mechanism: Evidence for the Spanish Market. Valencian Institute of Economic Research, Available from: www.ivie.es
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443
- North, D. C. (2005). Institutions and the Process of Economic Change. *Management International; Montréal*9.3.
- O’Connell, V. y Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28(5), 387–399.
- Osma, B.G., 2008. Board independence and real earnings management: the case of R&D expenditure. *Corp. Gov.* 16 (2), 116---131
- Otero, L. A., Fernández, S., Vivel, M. y Reyes, S. (2007). Aproximación empírica a los problemas financieros de la Pyme industrial gallega. *Revista Galega en Economía*, 16(2).
- Pindado, J., De la Torre, C., 2006. The role of investment, financing and dividend decisions in explaining corporate ownership structure: empirical evidence from Spain. *Eur. Financ. Manag.* 12 (5), 661---687.
- Pucheta-Martínez, M. C. (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de Contabilidad*, 18(2), 148–161.
<https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2014.05.004>
- Rapallo, C. (2002). La creación de valor: una aproximación. *Documentos de Trabajo de La Facultad de Ciencias Económicas Y Empresariales*, (11), 28. Retrieved from <http://eprints.ucm.es/6773/1/0211.pdf>
- Rosenstein, S. y Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence and shareholder wealth.

Journal of Financial Economic, 26, 175–191

- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 28(1), 168–178
- Sanni, M. and Ahmed Haji, A. (2012). The impact of corporate governance attributes on firm performance following the revised code: some Malaysian evidence, paper presented at the 2nd Accounting Research and Education Conference (AREC 2012). Kuala Lumpur
- Shawtari, F. A., Salem, M. A., Hussain, H. I., Alaeddin, O., & Thabit, O. Bin. (2016). Corporate governance characteristics and valuation: Inferences from quantile regression. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 21(41), 81–88.
<https://doi.org/10.1016/j.jefas.2016.06.004>
- Shawtari, F. A., Har Sani, M. M., Abdul Rashid, H. M., & Salem, M. A. (2015). Corporate governance mechanisms and unmanaged earnings: Empirical evidence from Malaysian government linked companies. *Corporate Board: Role Duties & Composition*, 11(2), 98–110
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–786.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E., & Lago-Peñas, S. (2016). On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(4), 233–245.
- Xiao, J., Yang, H., & Chow, C. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of Accounting and Public Policy*
- Yermack, D. (1996). Higher market evaluation of companies with small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–212.
- Zott, C. y Amit, R. (2008). The fit between product market strategy and business model. Implication for firm performance. *Strategy Management Journal*, 29(1), 1–26.

7. ANEXOS

ANEXO 1

BASE DE DATOS PARA LA REGRESION DEL MODELO DE MCO, PARA LAS DISINTINTAS VARIABLES DEPENDIENTES.

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND
AESGENER	10,80	11,42	3,33	14,29	7,00	28,57	14	66,70	15,88	67,40
AGUAS-ANDINA	24,07	30,6	8,70	0,00	7,00	28,57	12	50,10	14,79	61,23
ALMENDRAL	2,49	0,89	0,88	0,00	7,00	14,29	3	54,86	15,54	61,93
ANDINA-A,B	10,97	5,09	4,11	7,14	14,00	7,14	12	49,80	8,10	62,68
ANTARCHILE	5,20	1,95	1,50	0,00	7,00	14,29	7	74,01	16,90	51,24
AQUACHILE	2,60	1,36	1,10	0,00	7,00	14,29	9	33,00	13,54	56,74
AUSTRALIS	27,00	11,59	9,00	28,57	7,00	14,29	6	94,47	13,06	65,12
BANMEDICA	19,63	4,07	6,05	0,00	9,00	11,11	10	57,48	13,35	19,20
BANVIDA	21,21	19,63	17,12	14,29	7,00	14,29	1	80,30	13,35	19,20
BCI	21,86	30,87	1,22	11,11	9,00	22,22	2	55,14	3,83	91,84
BESALCO	6,30	2,87	1,79	0,00	7,00	28,57	5	59,03	20,25	68,99
BLUMAR	12,43	11,5	7,45	0,00	7,00	28,57	4	74,94	13,29	39,33
BSANTANDER	11,60	34,96	0,93	23,08	13,00	61,54	12	67,18	4,02	92,17
CAMANCHACA	4,20	2,79	9,34	0,00	7,00	28,57	1	80,00	13,26	43,53
CAP	3,11	3,69	1,75	0,00	7,00	14,29	12	75,21	15,54	43,56
CCU	11,10	7,6	6,40	0,00	11,00	9,09	14	53,16	14,85	35,87
CEMENTOS	8,55	6,17	5,30	0,00	7,00	28,57	11	26,42	13,48	56,35
CENCOSUD	9,63	3,75	3,77	11,11	9,00	33,33	11	53,36	16,57	60,91
BCHILE	20,33	38,75	1,77	9,09	11,00	18,18	18	51,10	47,29	90,85
CMPC	-0,23	-0,36	-0,12	11,11	9,00	22,22	18	55,64	16,51	46,32
COLBUN	5,49	14,02	2,93	33,33	9,00	22,22	7	49,99	15,74	44,45
COLO COLO	5,96	-3,22	2,75	0,00	5,00	0,00	0	52,50	11,08	55,03
CONCHATORO	9,60	7,28	4,90	0,00	7,00	28,57	11	39,00	0,42	49,04
COPEC	5,60	3,32	2,88	0,00	9,00	11,11	6	60,80	16,88	51,11
CRISTALES	12,67	11,59	7,82	0,00	10,00	20,00	12	48,43	13,53	38,28
ECL	13,30	26,34	7,70	0,00	7,00	42,86	5	52,76	15,01	39,45
EMBONOR-B	11,83	7,45	6,00	0,00	8,00	12,50	12	50,63	13,84	48,84
ENAEX	14,71	12,34	7,71	0,00	9,00	22,22	5	60,72	13,93	45,70
ENELAM	9,20	8,03	6,10	0,00	7,00	42,86	21	51,80	16,64	53,24
ENELCHILE	11,50	15,03	8,70	0,00	7,00	42,86	14	60,60	15,91	35,86
ENELGXCH	29,80	28,82	15,40	0,00	9,00	33,33	16	59,98	15,44	49,12
ENJOY	-36,08	14,67	-6,98	0,00	9,00	22,22	6	47,36	13,67	80,65
ENTEL	3,08	1,83	1,01	0,00	5,00	20,00	1	99,00	15,47	63,74
FALABELLA	13,75	7,71	5,02	33,33	9,00	11,11	5	76,59	16,85	63,75
FORUS	13,90	11,08	12,10	0,00	7,00	14,29	10	63,03	12,70	12,81
FROWARD	18,91	12,44	10,05	0,00	7,00	0,00	0	66,00	11,51	36,79

GASCO	6,57	4,73	2,55	8,33	12,00	25,00	8	94,13	13,77	64,78
HABITAT	28,10	52,38	23,40	12,50	8,00	25,00	14	80,58	13,29	21,34
HF	13,50	6,1	6,09	11,11	9,00	11,11	8	51,21	13,21	57,97
HITES	11,00	5,24	5,30	14,29	7,00	14,29	1	29,38	13,01	51,75
IAM	12,70	15,1	3,71	0,00	7,00	14,29	12	56,60	14,94	53,10
ILC	49,60	39,59	3,90	0,00	7,00	14,29	11	67,00	16,32	90,72
INDISA	21,60	10,08	8,93	0,00	9,00	0,00	4	43,20	12,35	59,11
INGEVEC	12,90	2	4,80	0,00	7,00	14,29	11	74,10	11,63	61,55
INVERCAP	-0,15	12,66	-0,14	0,00	7,00	28,57	1	38,67	13,40	9,95
INVERMAR	5,00	7,44	3,10	16,67	6,00	0,00	0	82,74	12,47	38,55
ITAU CORP	-4,90	0,34	-0,10	0,00	11,00	36,36	14	35,71	9,89	11,96
LAS CONDES	0,94	0,75	0,42	0,00	9,00	33,33	11	17,31	19,75	57,43
LIPIGAS	28,20	9,53	10,30	0,00	7,00	14,29	1	67,90	19,74	63,38
LTM	0,02	0,77	0,00	0,00	9,00	33,33	12	28,27	16,77	78,20
MASISA	-0,02	2,07	-0,01	14,29	7,00	14,29	12	67,00	14,40	57,92
MINERA	2,94	8,16	1,18	0,00	7,00	14,29	12	45,92	16,17	34,43
MOLLER	14,62	7,85	4,78	0,00	7,00	14,29	4	54,88	12,70	67,28
MOLYMET	24,83	19,78	9,84	0,00	10,00	80,00	4	20,68	11,43	66,23
MULTIFOODS	21,46	9,77	9,81	0,00	7,00	14,29	12	65,00	13,22	51,85
NITRATOS	1,67	1,63	0,41	0,00	7,00	71,43	5	76,33	15,26	45,31
NORTEGRAN	2,04	1,43	1,28	0,00	7,00	42,86	6	67,58	15,26	45,31
NUEVAPOLAR	1,39	0,62	0,47	0,00	6,00	16,67	12	40,34	13,11	66,02
ORO BLANCO	2,73	2,34	1,92	14,29	7,00	71,43	8	76,82	15,26	45,31
PARAU CO	9,78	43,78	4,94	0,00	9,00	33,33	12	25,81	14,89	54,11
PASUR	0,69	0,68	0,67	0,00	7,00	14,29	1	51,86	14,65	2,83
PAZ	14,70	18,1	5,60	0,00	7,00	14,29	1	47,49	13,29	62,37
PEHUENCHE	29,80	56,96	15,40	0,00	9,00	33,33	16	59,98	12,75	40,60
PUCOBRE-A	8,20	13,87	6,50	0,00	9,00	11,11	3	84,66	12,97	22,26
QUINENCO	5,90	8,19	1,60	0,00	8,00	37,50	7	37,40	17,83	82,63
RIPLEY	12,80	7,16	4,30	22,22	9,00	33,33	15	53,00	0,92	55,27
SALFACORP	7,20	3,61	2,67	14,29	7,00	42,86	12	42,00	14,17	63,16
SECURITY	13,11	7,26	0,83	11,11	9,00	11,11	12	0,00	9,55	93,51
SK	11,36	3,88	5,79	0,00	7,00	14,29	1	75,49	15,08	52,66
SM-CHILE A,B,D	7,44	6,21	4,38	0,00	9,00	33,33	9	0,00	14,05	31,79
SMSAAM	7,44	13,85	4,38	0,00	7,00	14,29	12	52,20	14,05	31,78
SOCO VESA	12,30	10,27	8,00	0,00	7,00	14,29	9	52,60	14,07	64,98
SONDA	5,50	3,23	3,20	11,11	9,00	44,44	7	0,00	14,10	42,10
SOQUICOM	4,65	14,35	4,72	0,00	7,00	14,29	11	60,64	12,02	23,45
SQM-B	12,25	4,01	16,00	12,50	8,00	25,00	1	29,97	15,26	45,31
VAPORES	-1,10	18,34	-1,10	14,29	7,00	14,29	12	55,97	14,59	7,46
VOLCAN	9,19	13,03	7,63	0,00	7,00	42,86	1	72,26	12,49	16,09

VSPT	13,40	13,91	8,96	0,00	7,00	14,29	12	64,52	6,16	32,86
WATTS	11,07	5,4	4,76	0,00	9,00	44,44	1	51,05	13,34	54,91
ZOFRI	37,22	30,4	8,97	50,00	6,00	16,67	12	71,28	12,06	64,93

ANEXO 2

SECTORES

SECTOR BANCA Y SERVICIOS FINANCIEROS

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	BANCAYSF
ALMENDRAL	2,49	0,89	0,88	0,00	7,00	14,29	3	54,86	15,54	61,93	1
ANTARCHILE	5,20	1,95	1,50	0,00	7,00	14,29	7	74,01	16,90	51,24	1
BANVIDA	21,21	19,63	17,12	14,29	7,00	14,29	1	80,30	13,35	19,20	1
BCI	21,86	30,87	1,22	11,11	9,00	22,22	2	55,14	3,83	91,84	1
BSANTANDER	11,60	34,96	0,93	23,08	13,00	61,54	12	67,18	4,02	92,17	1
BCHILE	20,33	38,75	1,77	9,09	11,00	18,18	18	51,10	47,29	90,85	1
IAM	12,70	15,1	3,71	0,00	7,00	14,29	12	56,60	14,94	53,10	1
ILC	49,60	39,59	3,90	0,00	7,00	14,29	11	67,00	16,32	90,72	1
INVERCAP	-0,15	-12,66	-0,14	0,00	7,00	28,57	1	38,67	13,40	9,95	1
ITAUCORP	-4,90	0,34	-0,10	0,00	11,00	36,36	14	35,71	9,89	11,96	1
NITRATOS	1,67	1,63	0,41	0,00	7,00	71,43	5	76,33	15,26	45,31	1
NORTEGRAN	2,04	1,43	1,28	0,00	7,00	42,86	6	67,58	15,26	45,31	1
ORO BLANCO	2,73	2,34	1,92	14,29	7,00	71,43	8	76,82	15,26	45,31	1
QUINENCO	5,90	8,19	1,60	0,00	8,00	37,50	7	37,40	17,83	82,63	1
SECURITY	13,11	7,26	0,83	11,11	9,00	11,11	12	0,00	9,55	93,51	1
SM-CHILE A,B,D	7,44	6,21	4,38	0,00	9,00	33,33	9	0,00	14,05	31,79	1
SONDA	5,50	3,23	3,20	11,11	9,00	44,44	7	0,00	14,10	42,10	1

SECTOR COMMODITIES

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	COMMODITIES
CAP	3,11	3,69	1,75	0,00	7,00	14,29	12	75,21	15,54	43,56	1
CMPC	-0,23	-0,36	-0,12	11,11	9,00	22,22	18	55,64	16,51	46,32	1
COPEC	5,60	3,32	2,88	0,00	9,00	11,11	6	60,80	16,88	51,11	1
SQM-B	12,25	4,01	16,00	12,50	8,00	25,00	1	29,97	15,26	45,31	1

SECTOR CONSTRUCCION E INMOBILIARIA

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	CONST.&INMOB.
BESALCO	6,30	2,87	1,79	0,00	7,00	28,57	5	59,03	20,25	68,99	1
INGEVEC	12,90	2	4,80	0,00	7,00	14,29	11	74,10	11,63	61,55	1
MOLLER	14,62	7,85	4,78	0,00	7,00	14,29	4	54,88	12,70	67,28	1
PAZ	14,70	18,1	5,60	0,00	7,00	14,29	1	47,49	13,29	62,37	1
SALFACORP	7,20	3,61	2,67	14,29	7,00	42,86	12	42,00	14,17	63,16	1
SOCOvesa	12,30	10,27	8,00	0,00	7,00	14,29	9	52,60	14,07	64,98	1

SECTOR CONSUMO

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	CONSUMO
AQUACHILE	2,60	1,36	1,10	0,00	7,00	14,29	9	33,00	13,54	56,74	1
AUSTRALIS	27,00	11,59	9,00	28,57	7,00	14,29	6	94,47	13,06	65,12	1
BLUMAR	12,43	11,5	7,45	0,00	7,00	28,57	4	74,94	13,29	39,33	1
CAMANCHACA	4,20	2,79	9,34	0,00	7,00	28,57	1	80,00	13,26	43,53	1
CCU	11,10	7,6	6,40	0,00	11,00	9,09	14	53,16	14,85	35,87	1
CONCHATORO	9,60	7,28	4,90	0,00	7,00	28,57	11	39,00	0,42	49,04	1
EMBONOR-B	11,83	7,45	6,00	0,00	8,00	12,50	12	50,63	13,84	48,84	1
HF	13,50	6,1	6,09	11,11	9,00	11,11	8	51,21	13,21	57,97	1
INVERMAR	5,00	7,44	3,10	16,67	6,00	0,00	0	82,74	12,47	38,55	1
MULTIFOODS	21,46	9,77	9,81	0,00	7,00	14,29	12	65,00	13,22	51,85	1
VSPT	13,40	13,91	8,96	0,00	7,00	14,29	12	64,52	6,16	32,86	1

SECTOR INDUSTRIAL

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	INDUSTRIAL
CEMENTOS	8,55	6,17	5,30	0,00	7,00	28,57	11	26,42	13,48	56,35	1
CRISTALES	12,67	11,59	7,82	0,00	10,00	20,00	12	48,43	13,53	38,28	1
ENAEX	14,71	12,34	7,71	0,00	9,00	22,22	5	60,72	13,93	45,70	1
LTM	0,02	0,77	0,00	0,00	9,00	33,33	12	28,27	16,77	78,20	1
MASISA	-0,02	2,07	-0,01	14,29	7,00	14,29	12	67,00	14,40	57,92	1
MOLYMET	24,83	19,78	9,84	0,00	10,00	80,00	4	20,68	11,43	66,23	1
SK	11,36	3,88	5,79	0,00	7,00	14,29	1	75,49	15,08	52,66	1
SMSAAM	7,44	13,85	4,38	0,00	7,00	14,29	12	52,20	14,05	31,78	1
VAPORES	-1,10	-18,34	-1,10	14,29	7,00	14,29	12	55,97	14,59	7,46	1

SECTOR RETAIL

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	RETAIL
CENCOSUD	9,63	3,75	3,77	11,11	9,00	33,33	11	53,36	16,57	60,91	1
FALABELLA	13,75	7,71	5,02	33,33	9,00	11,11	5	76,59	16,85	63,75	1
FORUS	13,90	11,08	12,10	0,00	7,00	14,29	10	63,03	12,70	12,81	1
HITES	11,00	5,24	5,30	14,29	7,00	14,29	1	29,38	13,01	51,75	1
NUEVAPOLAR	1,39	0,62	0,47	0,00	6,00	16,67	12	40,34	13,11	66,02	1
PARAUCO	9,78	43,78	4,94	0,00	9,00	33,33	12	25,81	14,89	54,11	1
RIPLEY	12,80	7,16	4,30	22,22	9,00	33,33	15	53,00	0,92	55,27	1
ZOFRI	37,22	30,4	8,97	50,00	6,00	16,67	12	71,28	12,06	64,93	1

SECTOR UTILITIES

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	UTILITIES
AESGENER	10,80	11,42	3,33	14,29	7,00	28,57	14	66,70	15,88	67,40	1
AGUAS-ANDINA	24,07	30,6	8,70	0,00	7,00	28,57	12	50,10	14,79	61,23	1
COLBUN	5,49	14,02	2,93	33,33	9,00	22,22	7	49,99	15,74	44,45	1
ECL	13,30	26,34	7,70	0,00	7,00	42,86	5	52,76	15,01	39,45	1
ENELAM	9,20	8,03	6,10	0,00	7,00	42,86	21	51,80	16,64	53,24	1
ENELCHILE	11,50	15,03	8,70	0,00	7,00	42,86	14	60,60	15,91	35,86	1
ENELGXCH	29,80	28,82	15,40	0,00	9,00	33,33	16	59,98	15,44	49,12	1
GASCO	6,57	4,73	2,55	8,33	12,00	25,00	8	94,13	13,77	64,78	1

LIPIGAS	28,20	9,53	10,30	0,00	7,00	14,29	1	67,90	19,74	63,38	1
PEHUENCHE	29,80	56,96	15,40	0,00	9,00	33,33	16	59,98	12,75	40,60	1

SECTOR OTROS

EMPRESA	ROE	MV	ROA	PDMUJ	TDIREC	PDINDEP	NREUC	PROP	TEMP	NEND	OTROS
ANDINA-A,B	10,97	5,09	4,11	7,14	14,00	7,14	12	49,80	8,10	62,68	1
BANMEDICA	19,63	4,07	6,05	0,00	9,00	11,11	10	57,48	13,35	19,20	1
COLO COLO	5,96	-3,22	2,75	0,00	5,00	0,00	0	52,50	11,08	55,03	1
ENJOY	-36,08	-14,67	-6,98	0,00	9,00	22,22	6	47,36	13,67	80,65	1
ENTEL	3,08	1,83	1,01	0,00	5,00	20,00	1	99,00	15,47	63,74	1
FROWARD	18,91	12,44	10,05	0,00	7,00	0,00	0	66,00	11,51	36,79	1
HABITAT	28,10	52,38	23,40	12,50	8,00	25,00	14	80,58	13,29	21,34	1
INDISA	21,60	10,08	8,93	0,00	9,00	0,00	4	43,20	12,35	59,11	1
LAS CONDES	0,94	0,75	0,42	0,00	9,00	33,33	11	17,31	19,75	57,43	1
MINERA	2,94	8,16	1,18	0,00	7,00	14,29	12	45,92	16,17	34,43	1
PASUR	0,69	0,68	0,67	0,00	7,00	14,29	1	51,86	14,65	2,83	1
PUCOBRE-A	8,20	13,87	6,50	0,00	9,00	11,11	3	84,66	12,97	22,26	1
SOQUICOM	4,65	14,35	4,72	0,00	7,00	14,29	11	60,64	12,02	23,45	1
VOLCAN	9,19	13,03	7,63	0,00	7,00	42,86	1	72,26	12,49	16,09	1
WATTS	11,07	5,4	4,76	0,00	9,00	44,44	1	51,05	13,34	54,91	1

ANEXO 3: SECTORES ROA

BANCA

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	BANCA = 1 (Seleccionado)			
1	,752a	,565	,227	3,493884

a. Predictores: (Constante), NEND, PROP, TEMP, PDINDEP, PDMUJ, NREUC, TDIREC

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	142,868	7	20,410	1,672	,232c
	Residuo	109,865	9	12,207		
	Total	252,733	16			

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales BANCA = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PROP, TEMP, PDINDEP, PDMUJ, NREUC, TDIREC

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	11,953	6,366		1,878	,093
	PDMUJ	,396	,161	,736	2,454	,037
	TDIREC	-,767	,801	-,354	-,957	,364
	PDINDEP	-,097	,048	-,497	-2,018	,074
	NREUC	,019	,287	,023	,067	,948
	PROP	,021	,036	,142	,566	,585
	TEMP	,041	,114	,095	,357	,729
	NEND	-,067	,035	-,492	-1,895	,091

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales BANCA = 1

CONSUMO

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	CONSUMO = 1 (Seleccionado)			
1	,975 ^a	,950	,833	1,125499

a. Predictores: (Constante), NEND, PDINDEP, PROP, TDIREC, TEMP, NREUC, PDMUJ

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	72,095	7	10,299	8,131	,056 ^c
	Residuo	3,800	3	1,267		
	Total	75,895	10			

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales CONSUMO = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PDINDEP, PROP, TDIREC, TEMP, NREUC, PDMUJ

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	-26,318	6,947		-3,788	,032
	PDMUJ	-,446	,164	-1,561	-2,721	,073
	TDIREC	1,215	,551	,604	2,206	,115
	PDINDEP	-,106	,104	-,350	-1,020	,383
	NREUC	,126	,169	,218	,745	,510
	PROP	,303	,060	2,109	5,089	,015
	TEMP	-,447	,215	-,703	-2,079	,129
	NEND	,273	,109	1,010	2,513	,087

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales CONSUMO = 1

INDUSTRIAL

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	INDUSTRIAL = 1 (Seleccionado)			
1	1,000 ^a	,999	,996	,254840

a. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, TDIREC, PDMUJ, PROP, PDINDEP

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	123,980	7	17,711	272,720	,047 ^c
	Residuo	,065	1	,065		
	Total	124,045	8			

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales INDUSTRIAL = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, TDIREC, PDMUJ, PROP, PDINDEP

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	31,478	2,353		13,379	,047
	PDMUJ	-,281	,031	-,450	-9,150	,069
	TDIREC	,853	,109	,296	7,812	,081
	PDINDEP	-,086	,021	-,461	-4,169	,150
	NREUC	-,291	,059	-,324	-4,957	,127
	PROP	-,009	,019	-,045	-,501	,704
	TEMP	-2,017	,106	-,731	-19,111	,033
	NEND	,017	,007	,087	2,472	,245

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales INDUSTRIAL = 1

UTILITIES

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	UTILITIES = 1 (Seleccionado)			
1	,940 ^a	,884	,478	3,375179

a. Predictores: (Constante), NEND, PDMUJ, NREUC, TDIREC, TEMP, PROP, PDINDEP

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	173,799	7	24,828	2,179	,350 ^c
	Residuo	22,784	2	11,392		
	Total	196,583	9			

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales UTILITIES = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PDMUJ, NREUC, TDIREC, TEMP, PROP, PDINDEP

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	47,058	27,978		1,682	,235
	PDMUJ	-,410	,130	-,956	-3,155	,087
	TDIREC	,165	1,598	,059	,104	,927
	PDINDEP	-,534	,250	-1,102	-2,141	,166
	NREUC	,358	,279	,462	1,283	,328
	PROP	-,084	,179	-,238	-,470	,684
	TEMP	-,260	,969	-,103	-,268	,814
	NEND	-,310	,171	-,775	-1,811	,212

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales UTILITIES = 1

OTROS

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	OTROS = 1 (Seleccionado)			
1	,813 ^a	,660	,320	5,439340

a. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, PDINDEP, PROP, TDIREC, PDMUJ

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	402,418	7	57,488	1,943	,200 ^c
	Residuo	207,105	7	29,586		
	Total	609,523	14			

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales OTROS = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, PDINDEP, PROP, TDIREC, PDMUJ

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	12,686	18,537		,684	,516
	PDMUJ	1,404	,614	,766	2,287	,056
	TDIREC	-,357	1,011	-,116	-,353	,735
	PDINDEP	-,021	,122	-,045	-,170	,870
	NREUC	-,210	,441	-,167	-,475	,649
	PROP	,009	,099	,027	,091	,930
	TEMP	-,100	,853	-,039	-,117	,910
	NEND	-,105	,070	-,360	-1,505	,176

a. Variable dependiente: ROA

b. Selección de casos sólo para los cuales OTROS = 1

ANEXO 4: SECTORES ROE

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	1382,516	7	197,502	1,472	,288 ^c
	Residuo	1207,828	9	134,203		
	Total	2590,344	16			

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales BANCA = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PROP, TEMP, PDINDEP, PDMUJ, NREUC, TDIREC

Coefficientes^{a,b}

Modelo	Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
	B	Error estándar	Beta		
1 (Constante)	15,754	21,109		,746	,475
PDMUJ	,453	,535	,263	,848	,419
TDIREC	-2,044	2,657	-,295	-,769	,461
PDINDEP	-,271	,160	-,432	-1,693	,125
NREUC	,622	,952	,235	,653	,530
PROP	,090	,121	,194	,748	,474
TEMP	-,087	,379	-,063	-,229	,824
NEND	,177	,117	,407	1,514	,164

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales BANCA = 1

CONSUMO

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	CONSUMO = 1 (Seleccionado)			
1	,958 ^a	,917	,725	3,796650

a. Predictores: (Constante), NEND, PDINDEP, PROP, TDIREC, TEMP, NREUC, PDMUJ

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	480,440	7	68,634	4,761	,114 ^c
	Residuo	43,244	3	14,415		
	Total	523,684	10			

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales CONSUMO = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PDINDEP, PROP, TDIREC, TEMP, NREUC, PDMUJ

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficients estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	-35,779	23,436		-1,527	,224
	PDMUJ	,164	,553	,218	,296	,787
	TDIREC	-,303	1,858	-,057	-,163	,881
	PDINDEP	,133	,351	,167	,378	,730
	NREUC	1,560	,570	1,027	2,735	,072
	PROP	,354	,201	,939	1,765	,176
	TEMP	,017	,725	,010	,024	,982
	NEND	,256	,366	,362	,701	,534

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales CONSUMO = 1

INDUSTRIA

L

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	INDUSTRIAL = 1 (Seleccionado)			
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,071141

a. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, TDIREC, PDMUJ, PROP, PDINDEP

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	568,156	7	81,165	16037,066	,006 ^c
	Residuo	,005	1	,005		
	Total	568,162	8			

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales INDUSTRIAL = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, TDIREC, PDMUJ, PROP, PDINDEP

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	46,183	,657		70,314	,009
	PDMUJ	-,510	,009	-,381	-59,373	,011
	TDIREC	1,157	,030	,187	37,958	,017
	PDINDEP	,061	,006	,153	10,624	,060
	NREUC	-,507	,016	-,264	-30,971	,021
	PROP	,076	,005	,173	14,613	,043
	TEMP	-3,227	,029	-,546	-109,526	,006
	NEND	-,007	,002	-,017	-3,720	,167

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales INDUSTRIAL = 1

UTILITIES

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	UTILITIES = 1 (Seleccionado)			
1	,943 ^a	,890	,503	7,001092

a. Predictores: (Constante), NEND, PDMUJ, NREUC, TDIREC, TEMP, PROP, PDINDEP

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	789,398	7	112,771	2,301	,336 ^c
	Residuo	98,031	2	49,015		
	Total	887,429	9			

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales UTILITIES = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PDMUJ, NREUC, TDIREC, TEMP, PROP, PDINDEP

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	120,266	58,035		2,072	,174
	PDMUJ	-,923	,269	-1,014	-3,428	,076
	TDIREC	-,488	3,314	-,082	-,147	,896
	PDINDEP	-1,382	,518	-1,341	-2,670	,116
	NREUC	,555	,578	,338	,961	,438
	PROP	-,252	,371	-,335	-,680	,567
	TEMP	-1,393	2,011	-,260	-,693	,560
	NEND	-,386	,355	-,454	-1,087	,391

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales UTILITIES = 1

OTROS

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	OTROS = 1 (Seleccionado)			
1	,620 ^a	,384	-,231	16,154169

a. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, PDINDEP, PROP, TDIREC, PDMUJ

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	1140,909	7	162,987	,625	,725 ^c
	Residuo	1826,700	7	260,957		
	Total	2967,609	14			

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales OTROS = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, PDINDEP, PROP, TDIREC, PDMUJ

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coefficients no estandarizados		Coefficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	19,629	55,051		,357	,732
	PDMUJ	1,884	1,824	,466	1,033	,336
	TDIREC	,466	3,004	,069	,155	,881
	PDINDEP	-,215	,363	-,210	-,592	,572
	NREUC	-,603	1,310	-,218	-,461	,659
	PROP	-,015	,295	-,020	-,049	,962
	TEMP	,074	2,534	,013	,029	,978
	NEND	-,281	,207	-,438	-1,361	,216

a. Variable dependiente: ROE

b. Selección de casos sólo para los cuales OTROS = 1

ANEXO 5: SECTORES MV

BANCA

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	BANCA = 1 (Seleccionado)			
1	,860 ^a	,740	,538	10,54890

a. Predictores: (Constante), NEND, PROP, TEMP, PDINDEP, PDMUJ, NREUC, TDIREC

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	2853,744	7	407,678	3,664	,037 ^c
	Residuo	1001,513	9	111,279		
	Total	3855,257	16			

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales BANCA = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PROP, TEMP, PDINDEP, PDMUJ, NREUC, TDIREC

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	-31,566	19,221		-1,642	,135
	PDMUJ	,454	,487	,216	,931	,376
	TDIREC	2,439	2,420	,288	1,008	,340
	PDINDEP	-,231	,146	-,302	-1,585	,147
	NREUC	,345	,867	,107	,398	,700
	PROP	,216	,110	,379	1,960	,082
	TEMP	,111	,345	,066	,322	,755
	NEND	,228	,106	,429	2,140	,061

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales BANCA = 1

CONSUMO

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	CONSUMO = 1 (Seleccionado)			
1	,912 ^a	,831	,437	2,80029

a. Predictores: (Constante), NEND, PDINDEP, PROP, TDIREC, TEMP, NREUC, PDMUJ

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	115,679	7	16,526	2,107	,290 ^c
	Residuo	23,525	3	7,842		
	Total	139,204	10			

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales CONSUMO = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PDINDEP, PROP, TDIREC, TEMP, NREUC, PDMUJ

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	16,143	17,286		,934	,419
	PDMUJ	,483	,408	1,249	1,185	,321
	TDIREC	-1,612	1,371	-,591	-1,176	,324
	PDINDEP	,261	,259	,637	1,009	,387
	NREUC	1,046	,421	1,336	2,487	,089
	PROP	,037	,148	,191	,251	,818
	TEMP	,308	,535	,357	,575	,605
	NEND	-,362	,270	-,989	-1,340	,273

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales CONSUMO = 1

INDUSTRIAL

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	INDUSTRIAL = 1 (Seleccionado)			
1	,990 ^a	,980	,843	4,35081

a. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, TDIREC, PDMUJ, PROP, PDINDEP

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	943,385	7	134,769	7,120	,281 ^c
	Residuo	18,930	1	18,930		
	Total	962,314	8			

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales INDUSTRIAL = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, TDIREC, PDMUJ, PROP, PDINDEP

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	1,607	40,168		,040	,975
	PDMUJ	-1,846	,525	-1,060	-3,516	,176
	TDIREC	-1,031	1,865	-,128	-,553	,678
	PDINDEP	,501	,352	,964	1,424	,390
	NREUC	2,252	1,002	,901	2,249	,266
	PROP	,753	,317	1,320	2,373	,254
	TEMP	-4,394	1,802	-,571	-2,438	,248
	NEND	,216	,115	,409	1,887	,310

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales INDUSTRIAL = 1

UTILITIES

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	UTILITIES = 1 (Seleccionado)			
1	,967 ^a	,935	,705	8,51355

a. Predictores: (Constante), NEND, PDMUJ, NREUC, TDIREC, TEMP, PROP, PDINDEP

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	2068,578	7	295,511	4,077	,211 ^c
	Residuo	144,961	2	72,481		
	Total	2213,539	9			

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales UTILITIES = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, PDMUJ, NREUC, TDIREC, TEMP, PROP, PDINDEP

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	289,390	70,572		4,101	,055
	PDMUJ	-,853	,327	-,593	-2,604	,121
	TDIREC	-3,696	4,030	-,392	-,917	,456
	PDINDEP	-1,765	,630	-1,084	-2,803	,107
	NREUC	,607	,703	,234	,864	,479
	PROP	-,305	,451	-,257	-,676	,569
	TEMP	-8,029	2,445	-,949	-3,283	,082
	NEND	-,808	,432	-,602	-1,872	,202

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales UTILITIES = 1

OTROS

Resumen del modelo

Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado ajustado	Error estándar de la estimación
	OTROS = 1 (Seleccionado)			
1	,880 ^a	,774	,547	9,69584

a. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, PDINDEP, PROP, TDIREC, PDMUJ

ANOVA^{a,b}

Modelo		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
1	Regresión	2249,171	7	321,310	3,418	,064 ^c
	Residuo	658,065	7	94,009		
	Total	2907,236	14			

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales OTROS = 1

c. Predictores: (Constante), NEND, TEMP, NREUC, PDINDEP, PROP, TDIREC, PDMUJ

Coefficientes^{a,b}

Modelo		Coeficientes no estandarizados		Coeficientes estandarizados	t	Sig.
		B	Error estándar	Beta		
1	(Constante)	11,783	33,042		,357	,732
	PDMUJ	2,795	1,095	,698	2,554	,038
	TDIREC	-1,108	1,803	-,166	-,614	,558
	PDINDEP	,041	,218	,040	,187	,857
	NREUC	,223	,787	,081	,283	,785
	PROP	,106	,177	,145	,596	,570
	TEMP	,206	1,521	,037	,135	,896
	NEND	-,225	,124	-,355	-1,815	,112

a. Variable dependiente: MV

b. Selección de casos sólo para los cuales OTROS = 1