



PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
ESCUELA DE INGENIERIA

LOS DIRECTORES QUE SON FAMILIARES DE LOS CONTROLADORES GANAN MÁS

FRANCISCA DEL PILAR NÚÑEZ REGAUER

Tesis para optar al grado de
Magíster en Ciencias de la Ingeniería

Profesor Supervisor:
PATRICIO DEL SOL GUZMÁN

Santiago de Chile, Junio, 2012

© 2012, Francisca Del Pilar Núñez Regauer



PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE
ESCUELA DE INGENIERIA

LOS DIRECTORES QUE SON FAMILIARES DE LOS CONTROLADORES GANAN MÁS

FRANCISCA DEL PILAR NÚÑEZ REGAUER

Tesis presentada a la Comisión integrada por los profesores:

PATRICIO DEL SOL

RICARDO PAREDES

RAFAEL RODRÍGUEZ

VLADIMIR MARIANOV

Para completar las exigencias del grado de
Magíster en Ciencias de la Ingeniería

Santiago de Chile, Junio, 2012

(A mis Padres, abuelas, amigos y familia.)

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo representa un arduo trabajo el cual se pudo concretar con el apoyo de distintas personas, quienes me ayudaron y motivaron en todo este proceso.

Agradezco a Patricio Del Sol, Rafael Rodríguez y Francisco Urzúa por sus comentarios y sugerencias en el desarrollo de la tesis. Además doy las gracias a Felipe Quileñan, a mi familia y a mis amigos más cercanos, por su apoyo incondicional y ayuda en el camino a mi desarrollo profesional.

INDICE GENERAL

	Pág.
DEDICATORIA.....	ii
AGRADECIMIENTOS	iii
INDICE DE TABLAS	vi
INDICE DE FIGURAS.....	vii
RESUMEN.....	viii
ABSTRACT	ix
1. INTRODUCCIÓN.....	1
2. CONTEXTUALIZACIÓN	3
2.1. Gobiernos Corporativos	3
2.2. Problemas de agencia y tunneling.....	5
2.3. Empresas Familiares	7
3. FUENTES DE INFORMACIÓN Y VARIABLES RELEVANTES	11
3.1. Datos.....	11
3.2. Variables Relevantes	12
4. DESCRIPCIÓN ESTADÍSTICA	16
5. RESULTADOS REGRESIÓN	23
6. CHEQUEO DE ROBUSTEZ	27
6.1. Segmentación por Cargo	27
6.2. Efecto empresa.....	30
6.3. Sesgo por selección.....	32
6.4. Remuneración Base	34
6.5. Derecho a Dividendos.....	34
6.6. Título profesional.....	35
7. CONCLUSIONES	37

BIBLIOGRAFIA.....	42
-------------------	----

INDICE DE TABLAS

	Pág.
Tabla IV-1: Remuneración Promedio Mensual	16
Tabla IV-2: Remuneración Segmentada por Familiares y No Familiares	18
Tabla V-1: Resultados regresión con variable dependiente Remuneración.....	24
Tabla VI-1: Segmentación por cargo	28
Tabla VI-2: Efecto empresa y sesgo por selección	31
Tabla VI-3: Remuneración base, derecho a dividendos y título profesional	33

INDICE DE FIGURAS

	Pág.
Figura 4-1: Frecuencia de directores por rango de remuneración.....	19
Figura 4-2: Distribución de empresas según activos.....	20
Figura 4-3: Distribución de empresas según activos.....	21
Figura 4-4: Distribución de empresas según activos.....	21

RESUMEN

Los gobiernos corporativos han tomado alta relevancia por su influencia en el valor de mercado de las acciones. En Chile, los gobiernos corporativos se pueden ver afectados por la estructura de propiedad concentrada, donde uno de los problemas más probables es *tunneling*, el que se puede realizar mediante el pago de remuneraciones excesivas al directorio. En el presente estudio se analizaron 148 sociedades no financieras abiertas en bolsa en el año 2010 y la relación entre los directores familiares del controlador y la remuneración que éstos recibieron. Los datos muestran ser muy estables bajo distintas especificaciones, indicando que para dicho año, un director familiar del controlador recibía en promedio una remuneración un 32% mayor.

Palabras Claves: Gobiernos corporativos, remuneración directores, *tunneling*, empresas familiares.

ABSTRACT

Corporate governance has taken high relevance for their influence on the market stock prices. Chilean`s corporate governance may be affected by a very concentrated ownership structure, where one of the most probable problems is tunneling, which can be accomplished by paying excessive salaries to the board. In this work, we examined 148 non-financial Chilean corporations available in the Santiago Stock Exchange in 2010 and the relation between directors that have a family relationship with the controller and the compensation that they received. Results are very stable under different specifications, indicating that for the year referred, a director that has a family relationship with the controller earn on average a salary 32% higher than a director who has no such relationship.

Keywords: Corporate governance, director compensation, tunneling, family companies.

1. INTRODUCCIÓN

Gobiernos corporativos hace referencia a la relación entre los tres actores principales de una compañía: los accionistas, el directorio y los ejecutivos. Así como también al conjunto de principios, políticas y prácticas que dirigen las decisiones de la empresa. Un buen gobierno corporativo, tiene por objetivo lograr una distribución y un trato igualitario para todos los accionistas y *stakeholders*, buscando siempre alcanzar como meta el bienestar y la maximización del valor de la compañía.

En la última década, este tema se ha tornado cada vez más relevante, por su influencia en las decisiones de la compañía, así como también por su influencia en la toma de decisiones de los inversionistas. Diversos autores, como La Porta et al, 2002, Lefort et al, 2007, Amman et al, 2009 y Black et al, 2011, han estudiado la directa relación entre mejores prácticas de gobierno corporativo y el aumento en el valor de las acciones de la empresa.

Dentro de las buenas prácticas de gobierno corporativo se valora la transparencia en la empresa, así como también que ésta mantenga actitudes justas, adecuadas e igualitarias para todos sus accionistas, buscando siempre maximizar las utilidades de la compañía por sobre las de un accionista en particular. Estas prácticas se hacen más necesarias ante la presencia de un controlador, ya que en ese caso aumentan las probabilidades de *tunneling*, afectando la rentabilidad de los accionistas minoritarios.

En Chile, el 90% de las empresas que se transaron en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile el año 2010, tenía un controlador, por lo que uno de los temas a preocuparse en cuanto a los gobiernos corporativos de empresas chilenas es la posible presencia de

tunneling, el que se puede efectuar de diversas formas, una de las cuales puede ser el pago de remuneraciones excesivas a directores de la compañía.

Además, las remuneraciones de los directores de las 148 sociedades anónimas abiertas en bolsa de empresas chilenas consideradas en este estudio, presentan una alta heterogeneidad, con rangos que van de 250 mil a 900 millones de pesos, y un promedio de 46 millones de pesos anuales en el año 2010. No hay suficiente literatura en Chile que explique esta gran diferencia, ya sea mediante variables de industria, contexto o desempeño de los directores, o por variables que no dependen del control de los mismos. En dichas compañías, se identificaron 817 directores, donde un 35% se identifica como familiar (consanguíneo o político) del controlador. A pesar de existir una alta presencia de directores con título profesional, se observa que en el grupo de familiares del controlador, el número de directores profesionales es menor que en el grupo de directores independientes.

El presente trabajo busca demostrar, mediante el uso de un análisis de regresión, las siguientes hipótesis:

- 1.- Los directores que son familiares del controlador reciben remuneraciones más altas.
- 2.- Los directores que son familiares del controlador tienen una probabilidad más baja de tener una profesión.

2. CONTEXTUALIZACIÓN

2.1. Gobiernos Corporativos

El Gobierno Corporativo se puede ver afectado por aspectos internos, tales como la estructura de control y propiedad, el directorio, mecanismos de compensación y los sistemas de monitoreo. Así como también, por aspectos externos, donde desatacan el sistema legal, regulatorio y judicial, los estándares contables y la madurez del mercado de capitales.

El nivel de protección hacia los accionistas de una compañía está directamente relacionado con la estructura de propiedad, permitiendo una conexión entre los aspectos externos e internos a la compañía. Aquellos países con alta protección legal para los accionistas, como lo son aquellos países basados en la *Common law* (Estados Unidos y Reino Unido), comúnmente se asocian a una estructura de propiedad muy dispersa. Mientras que lo más común en el resto de los países son estructuras de propiedad concentrada, asociadas a países cuyas leyes presentan una baja protección a los accionistas de la compañía y donde típicamente el controlador es una familia o el estado. En este grupo se destacan aquellos países basados en la *French Civil law* (gran parte de Europa, Latino América, Asia del Este y África) (Shleifer y Vishny, 1997), (La Porta et al, 1998), (La Porta et al, 1999).

En Chile la propiedad es principalmente concentrada y prácticamente todas las empresas tienen un accionista mayoritario, que controla la empresa mediante estructuras piramidales y/o series accionarias múltiples. En cuanto a la legislación, a

pesar de tener avances en el tema, el sistema judicial es poco eficiente en comparación con mercados más desarrollados (Lefort y Walker, 2000).

En el último tiempo, Chile se ha caracterizado por ser uno de los países de Latino América con las mejores prácticas de gobierno corporativo destacándose en el área de transparencia y entrega de información (McKinsey & Company, 2004). En este avance ha sido de gran importancia la influencia y desarrollo de las sociedades administradoras de fondos de pensiones.

Los fondos de pensiones se han transformado en los accionistas minoritarios más importantes del mercado chileno. Su relevancia radica en el alto monto de sus transacciones, siendo un alto inversionista institucional, influyendo en ese carácter en la creación de reformas al sistema legal que mejoran la protección a los mismos¹ (Iglesias-Palau, 2000), (Wigodski y Zuñiga, 2002).

Las administradoras de fondos de pensión tienen un mayor incentivo para monitorear a las compañías en las que invierten sus fondos, debido a las economías de escala generadas al poseer inversiones en un elevado número de empresas y a la vigilancia pública que hay sobre las compañías donde hay inversión de fondos de pensión. Esto ha ayudado a mejorar los gobiernos corporativos. Dentro de las acciones positivas realizadas por estas administradoras están: aumento en el número de directores independientes, evitar transacciones con empresas relacionadas a un precio ventajoso para el controlador, cambio en la política de remuneraciones del directorio, entre

¹ En este ámbito, algunas de las regulaciones positivas fueron: el año 2000, la creación de la Ley de Oferta Pública de Acciones (OPAs) y el 2009 una modificación sobre el comité de directores con mayores exigencias y una re-definición más estricta, de director independiente.

otros. Lefort, 2007, recopiló los ejemplos más relevantes de la influencia positiva de los fondos de pensión en los gobiernos corporativos (Iglesias-Palau, 2000), (Lefort, 2007).

2.2. Problemas de agencia y tunneling

El cómo se encuentra distribuido el control de la propiedad puede generar problemas de agencia o de *tunneling* (conflicto generado entre los accionistas y los ejecutivos o entre accionistas mayoritarios y minoritarios de una empresa respectivamente). Cuando la propiedad de una empresa es altamente dispersa, es probable que se genere un problema de agencia, donde ninguno de los accionistas posee un incentivo suficiente para encargarse de ejercer un correcto monitoreo sobre los ejecutivos, produciéndose un conflicto de interés entre ambos actores.

Los ejecutivos, quienes bajo dicho escenario tienen el mayor poder o influencia sobre las decisiones de la empresa, pueden extraer renta a los accionistas en beneficio propio o de forma más sutil, pueden realizar acciones o tomar decisiones que no estén en concordancia con la maximización de las utilidades de la compañía (Roe, 2004).

En el otro extremo, cuando la propiedad es concentrada y hay presencia de un accionista controlador, se elimina el problema de agencia, dado que el controlador ha invertido una buena parte de su patrimonio en la compañía. Por lo mismo, posee una fuerte motivación por mantener el control de la misma y un monitoreo constante sobre sus ejecutivos y la labor que están haciendo. Pero este sistema de propiedad, también tiene desventajas, ya que es posible que se produzca un problema de

tunneling. Este hace referencia a la extracción de renta a los accionistas minoritarios de una empresa por parte del controlador, lo que produce un conflicto entre los accionistas minoritarios y el controlador de la empresa (Johnson y Shleifer, 2000).

El controlador, al tener el poder en la toma de decisiones de la compañía puede generar un conflicto de interés con los accionistas minoritarios (*tunneling*), en el caso que tome decisiones que maximizan las utilidades propias por sobre las de la compañía. Esto, a través de acciones como transacciones con empresas relacionadas a un precio ventajoso para el controlador o remuneraciones excesivas al directorio. También puede aumentar su participación en la firma utilizando mecanismos tales como dilución de acciones, negociaciones internas, adquisiciones progresivas, o cualquier tipo de transacción financiera que sea discriminatoria en perjuicio de los accionistas minoritarios (Roe, 2004), (Morck y Yeung, 2003), (Bertrand et al, 2002). La determinación de las remuneraciones del directorio, realizada por los mismos dueños de la compañía, es el enfoque a través del cual se guiará esta investigación.

Diversos estudios se han realizado en este ámbito en distintos países del mundo. En Chile, Urzúa, 2009, identifica una relación negativa entre el derecho a dividendos del controlador y la remuneración de los directores de la compañía, lo que indica que, el *tunneling* aumenta mientras menor es la cantidad de dividendos que recibe el controlador. En India, Fagernas, 2006, encuentra evidencia de empresas donde el Presidente es remunerado por su relación familiar con el controlador, extrayendo renta a los accionistas minoritarios por esta vía. A estos países, se suman los casos de Italia (Barontini y Bozzi, 2011) y Hong Kong (Cheung et al, 2005), donde el

accionista controlador extrae recursos a través del pago de remuneraciones excesivas.

Considerando que en Chile 90% de las S.A. abiertas posee un controlador, se puede intuir que no es muy válido para Chile el problema de agencia, mientras que el *tunneling* es un problema con alta probabilidad de ocurrencia, viéndose perjudicados los accionistas minoritarios. La alta influencia de las administradoras de fondos de pensión ha ponderado el riesgo de *tunneling* y mejorado la protección a los minoritarios (Iglesias-Palau, 2000), (Lefort, 2007).

A pesar del gran número de autores que identifica a las empresas altamente concentradas como potenciales extractoras de recursos a los accionistas minoritarios, existe también un círculo de autores que analiza las ventajas de este tipo de empresas.

2.3. Empresas Familiares

Entre las empresas que tienen controlador se destacan las empresas familiares. Dentro de lo positivo, mayor perspectiva de largo plazo, confianza, lealtad, seguridad y estabilidad, son cualidades que caracterizan a estas empresas. Además, se observa un alto compromiso con la familia (lo que se transmite a la empresa) y una cultura y tradición familiar común. También la esperanza de heredar influye en un mayor esfuerzo y dedicación por parte de quienes forman parte de la compañía, lo que influye en que sea más fácil tomar decisiones al existir una mayor unidad en las metas que desean alcanzar los accionistas (Davis et al, 1997), (James, 1999).

Lo antes mencionado se traduce en un mayor interés por buscar maximizar los beneficios de la compañía, lo que reduce costos porque bajo dicho ambiente familiar no es necesario mantener un constante monitoreo sobre aquellos que están a cargo de la empresa. Luego este ahorro en costos por monitoreo, sumado a la dedicación especial al cargo justifican en ciertos casos altas remuneraciones recibidas por directores. Por lo tanto, lo que en el mercado es visto como favoritismo, puede corresponder en realidad a un premio a la confianza compartida y al compromiso con la empresa familiar (Chami, 2001).

En relación a los aspectos positivos, autores como Martínez et al, 2007, en Chile y Anderson y Reeb, 2003, en Estados Unidos, encuentran que empresas familiares obtienen mejores resultados que las no familiares, asociando a la empresa familiar con eficiencia. De todas maneras entre las conclusiones obtenidas por Anderson y Reeb, 2003, se destaca que el efecto positivo de ser una empresa familiar se reduce a medida que aumenta el porcentaje de propiedad del controlador, por sobre el 31%. Además se concluye que una empresa familiar obtiene mejores resultados que una no familiar mientras la concentración de propiedad de la familia sea menor a 60% (pasado este límite, las empresas no familiares muestran mejores resultados en promedio). Resultados similares se observan en Chile, como lo muestra Silva y Majluf, 2008.

Por otro lado, trabajos como los de Pérez-González, 2006 y Mehrotra et al, 2011, indican que cuando se deja el poder en manos de los herederos, los resultados pueden ser poco beneficiosos para el desempeño de la compañía. Pérez-González

indica que cuando el Presidente de una compañía es reemplazado por un familiar del fundador, ésta muestra peores resultados que los obtenidos por aquellos reemplazantes independientes.

En Japón encontraron una solución para lidiar con este problema de herencia, mediante la adopción de profesionales para que se hagan cargo de la empresa. Mehrotra et al, 2011, estudiaron el caso de Japón, donde los dueños de empresas familiares una vez que dejan el cargo de Presidente pueden dejar en el puesto a alguno de sus hijos biológicos. Pero también es común que se arreglen matrimonios, con el fin de que una de las hijas del dueño de la empresa se case con una persona altamente competente para ocupar su lugar, en caso que el hijo del dueño no sea lo suficientemente hábil para los negocios. Finalmente, la tercera opción que tiene el controlador, es la de adoptar a un mayor de edad destacado e inteligente en el ámbito de los negocios, con el fin de que maneje la compañía de la manera más adecuada. Esta última, es una práctica ampliamente utilizada en este país.

Los resultados indican que aquellas empresas manejadas por los hijos adoptados son las que presentan los mejores resultados en cuanto al desempeño de la compañía, seguidas por las que son dirigidas por el yerno del dueño y finalmente las que mostraron los peores resultados fueron aquellas cuyo Presidente corresponde a uno de los hijos biológicos del controlador.

En definitiva, no existe un claro consenso en relación a si las empresas familiares generan un mejor desempeño que las no familiares, aunque sí lo hay en cuanto a que

la presencia de un accionista mayoritario o controlador ayuda a mejorar los problemas de agencia, pero aumenta las probabilidades de *tunneling*.

3. FUENTES DE INFORMACIÓN Y VARIABLES RELEVANTES

3.1. Datos

La muestra inicial utilizada en este trabajo, consideraba todas las Sociedades Anónimas no financieras abiertas en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el año 2010 (196 empresas). Se excluyeron de la muestra aquellas empresas que no son relevantes para el propósito del estudio (por ejemplo clubes sociales y deportivos, colegios, etc.).

Los datos utilizados en este estudio fueron obtenidos de las memorias de cada empresa, las cuales de acuerdo a la Ley de Sociedades Anónimas deben ser publicadas anualmente en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Además, se utilizó información facilitada por la Bolsa de Comercio de Santiago, con respecto a datos financieros de cada empresa para el año 2010. Finalmente, haciendo uso de la página web del registro civil, se logró registrar la fecha de nacimiento y el nombre del cónyuge de los directores que conforman la muestra.

Sumado a lo antes mencionado, la base de datos fue filtrada de acuerdo a los siguientes criterios:

- En concordancia con el enfoque del estudio, se excluyó de la muestra a las empresas que no identifican la presencia de un accionista o grupo controlador.
- En relación a las empresas, se excluyó aquellas compañías que en su memoria presentan la remuneración del Directorio como un total y no detallado para cada uno de los integrantes del mismo o que incluyeran en la remuneración de los directores aquellas correspondientes a una empresa filial.

- Dentro de cada compañía se seleccionó exclusivamente a aquellos directores que se mantuvieron en el cargo durante todo el año 2010, con el fin de que las remuneraciones estuvieran sobre la misma base de tiempo.
- Fueron excluidos de la muestra aquellos directores que se desconoce su edad y/o profesión.
- Los cargos analizados corresponden a Presidente, Vicepresidente y Director. No se consideraron los directores suplentes.

De acuerdo a lo anterior, la muestra completa incluye: 148 empresas y 817 cargos de director².

3.2. Variables Relevantes

La remuneración del Directorio es determinada por los accionistas en la Junta Ordinaria de Accionistas, que se realiza una vez al año, donde se define una política de remuneración para cada uno de los cargos que compone el Directorio. Dicha política puede llegar a estar compuesta por tres partes:

- Renta fija: remuneración entregada de manera mensual, e independiente del número de sesiones realizadas y/o asistidas.
- Dieta: remuneración entregada por cada sesión efectivamente asistida. Este tipo de remuneración busca incentivar la asistencia a las reuniones del directorio
- Renta variable: remuneración que puede ser entregada como una participación en las utilidades o en los dividendos de la compañía.

De acuerdo a las políticas de cada empresa, la remuneración puede determinarse como el conjunto de estos 3 tipos de remuneración o como una combinación cualquiera de éstos.

² Cargos de directorio hace referencia al asiento ocupado, pero dentro de los 817 hay nombres repetidos ya que un director puede estar sentado en más de una compañía.

Considerando la remuneración total pagada a un director, se deben agregar aquellos casos en que alguno de los directores forma parte de un comité de la compañía, donde se entrega una suma adicional por su labor en esta tarea. Además, hay ocasiones en que ciertos directores son remunerados por trabajos adicionales, los que pueden corresponder a asesorías realizadas a la empresa, dedicación especial al cargo, entre otros.

Finalmente, cabe destacar que existen empresas cuya política es no entregar remuneración alguna a su Directorio por el ejercicio del mismo. Son diversas las razones por las que se aplica esta práctica de no remunerar, como que la empresa sea filial de una compañía extranjera o de un holding o grupo empresarial o que el porcentaje con que la empresa es controlada por el accionista mayoritario es muy alto (sobre un 95% del derecho a voto). Del total de 148 empresas incluidas en la muestra, 22 no entrega remuneración a su directorio.

Dentro de un directorio puede haber 3 cargos: Presidente, Vicepresidente y Director (siendo el segundo opcional). Es una práctica común en las compañías, que el Presidente reciba una remuneración equivalente al doble de lo pagado a un Director, así como también es usual que el Vicepresidente reciba 1.5 veces lo que un Director. No obstante, hay casos en que todo el directorio posee igual política de remuneración, así como también se presentan empresas que alcanzan una remuneración para el Presidente de hasta 10 veces lo que recibe el Director de esa compañía.

De acuerdo a lo anterior la variable “Remuneración”, se modela como el logaritmo natural de la suma de todas las remuneraciones antes mencionadas, según corresponda para cada empresa.

$$\text{Remuneración} = \ln R.Fija + Dieta + R.Variable + Comité + Extras \quad (3.1)$$

Considerando la hipótesis que se desea comprobar, se debe tener especial cuidado en la variable Familiar del Controlador y en cómo ésta se conforma. Se requiere un desglose detallado de todos los integrantes del controlador de cada compañía y luego, para cada uno de los directores que conforma la muestra, el nombre de su cónyuge. Con esta información es factible formar la variable *dummy* “Familiar del Controlador”, a la que se le asigna el valor 1 en caso que el director sea parte del controlador, familiar del controlador o familiar político del mismo. Familiar del controlador se considera a aquel director que tenga igual apellido (paterno o materno) que alguno de los integrantes del controlador, mientras que el familiar político se identifica cuando un cónyuge del director, tiene igual apellido (paterno o materno) que alguno de los integrantes del controlador.

Dentro de las características personales de cada director es importante destacar cuán valorado es un director dentro del mercado empresarial. Es una práctica común que dentro de un grupo empresarial, una misma persona ocupe el cargo de director en más de una empresa del grupo. Pero hay ocasiones en que el trabajo de un director es valorado de manera transversal a través de todas las compañías abiertas en bolsa, y pueden ejercer el cargo en más de una compañía de distintos grupos empresariales.

De acuerdo a lo antes mencionado se define el “Número de Directorios”, como el número de directorios de distinto grupo empresarial a los cuales pertenece un director. A modo de ejemplo, si un director cumple con este cargo en 3 empresas del grupo empresarial A, en 2 del grupo empresarial B y en una empresa que no pertenece a ningún grupo empresarial, se considera que este director tiene un Número de Directorios igual a 3, uno por cada uno de los grupos más la tercera empresa.

4. DESCRIPCIÓN ESTADÍSTICA

Una de las características que llama la atención en el mercado de los directores, es la alta dispersión de sus remuneraciones. La tabla IV-1, muestra las estadísticas generales con respecto a las remuneraciones, tanto para la muestra completa como para una submuestra que considera únicamente aquellas compañías que remuneran a sus directores, ambas separadas por cargo. Se identifica que el número de directores que no recibe remuneración por el ejercicio de su cargo es de 108 directores, correspondientes a 22 empresas.

Tabla IV-1: Remuneración Promedio Mensual

Muestra Total

Cargo	Remuneración Promedio Mensual en M\$					
	Nº Obs	Media	Desv. Stand	Min	Max	CV*
Todos los cargos	817	3.323	6.442	0	75.490	194%
Presidente	134	6.395	11.711	0	75.490	183%
Vicepresidente	95	4.151	7.385	0	59.826	178%
Director	588	2.489	3.863	0	22.140	155%

*CV: Coeficiente de Variación

Empresas que Remuneran

Cargo	Remuneración Promedio Mensual en M\$					
	Nº Obs	Media	Desv. Stand	Min	Max	CV
Todos los cargos	709	3.829	6.774	21	75.490	177%
Presidente	117	7.324	12.263	21	75.490	167%
Vicepresidente	81	4.868	7.781	117	59.826	160%
Director	511	2.864	4.012	21	22.140	140%

Considerando únicamente las empresas que entregan remuneración a su directorio, el promedio mensual de la remuneración pagada durante el año 2010 fue de 7, 5 y 3 millones de pesos aproximadamente, para el Presidente, Vicepresidente y Director respectivamente. Es importante notar que todos los casos presentan un factor común, que corresponde a un coeficiente de variación muy alto, superior al 140%, en comparación con remuneraciones de ejecutivos y altos ejecutivos, la cuales mantienen un coeficiente de variación cercano al 60%³. Lo que refleja una alta variabilidad en los sueldos de los directores en Chile, independiente del cargo que se evalúe.

La tabla IV-2 entrega información con respecto a la diferencia entre las remuneraciones de aquellos directores que además son integrantes del controlador o son familiar consanguíneo o político del mismo (de aquí en adelante sólo Familiar del Controlador), versus los que no lo son (No Familiar del Controlador). Se observa que el primer grupo, que corresponde a un 38% de la sub-muestra que remunera a los directores, en promedio recibe remuneraciones superiores al grupo No Familiar del Controlador en un 160%, 109% y 19%, para los cargos de Presidente, Vicepresidente y Director respectivamente.

³ Según estudios de renta realizados por Denarius.

Tabla IV-2: Remuneración Segmentada por Familiares y No Familiares

Empresas que Remuneran

Cargo	Remuneración Promedio Mensual en M\$				
	Familiar				
Cargo	Nº Obs	Media	Desv. Stand	Min	Max
Todos los cargos	272	5.423	9.560	21	75.490
Presidente	75	9.402	14.704	21	75.490
Vicepresidente	39	6.670	10.237	117	59.826
Director	158	3.226	4.205	21	19.904

Cargo	No Familiar				
	Nº Obs	Media	Desv. Stand	Min	Max
Todos los cargos	437	2.837	3.891	21	22.140
Presidente	42	3.613	3.644	124	13.361
Vicepresidente	42	3.195	3.877	255	19.798
Director	353	2.702	3.918	21	22.140

Para entender mejor la diferencia salarial entre aquellos directores que son Familiar del Controlador y los que no lo son, se presenta la figura 4-1, la que muestra que en los rangos más bajos de remuneración, el número de directores que no son Familiar del Controlador superan a los que sí lo son. Pero a medida que el rango de remuneración aumenta, la tendencia mencionada se invierte, siendo el porcentaje de directores Familiar del Controlador superior a los no Familiares del Controlador, lo que es consistente con la tabla IV-2 que muestra remuneraciones mayores para los Familiares versus los no Familiares.

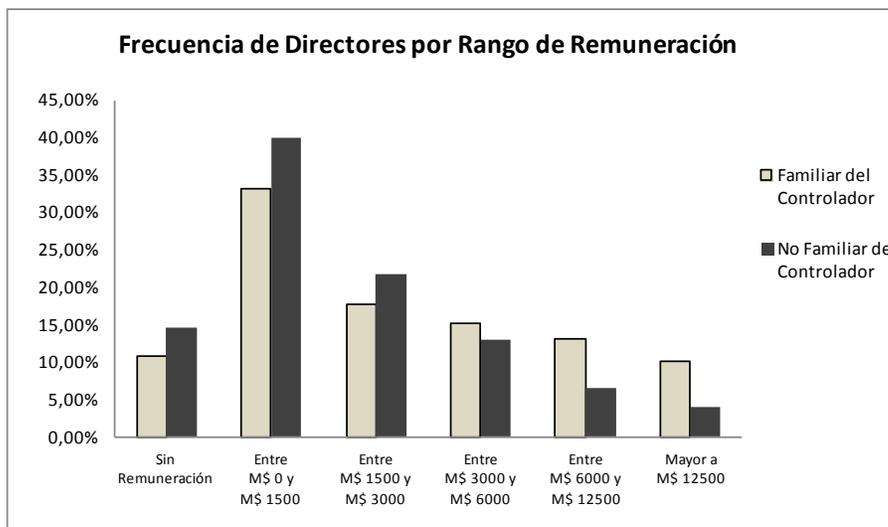


Figura 4-1: Frecuencia de directores por rango de remuneración

También es importante considerar cómo se comportan otras variables, que pueden influir en la determinación de las remuneraciones, tanto a nivel de empresa, como de perfil de cada director. En la figura 4-2 se observa la distribución de las empresas de la muestra, según rangos de activos. Las empresas de la muestra no son homogéneas en cuanto a sus activos, sino que siguen una distribución similar a una normal. Similar situación ocurre con las características de ROE y apalancamiento de la empresa.

En relación al tamaño de las compañías, el 52% de éstas mantiene niveles de activos entre los 100 y 1.500 millones de dólares, mientras el 68%, lo hace entre los 100 y 5.000 millones de dólares. El ROE promedio de las empresas en la muestra es de 0.144 y un 66% de los datos posee un índice ROE entre 0 y 0.2. Finalmente un 31.2% de las compañías, está en un rango de apalancamiento entre 0.5 y 1, mientras el 78% está en el intervalo 0.1 a 1.5.

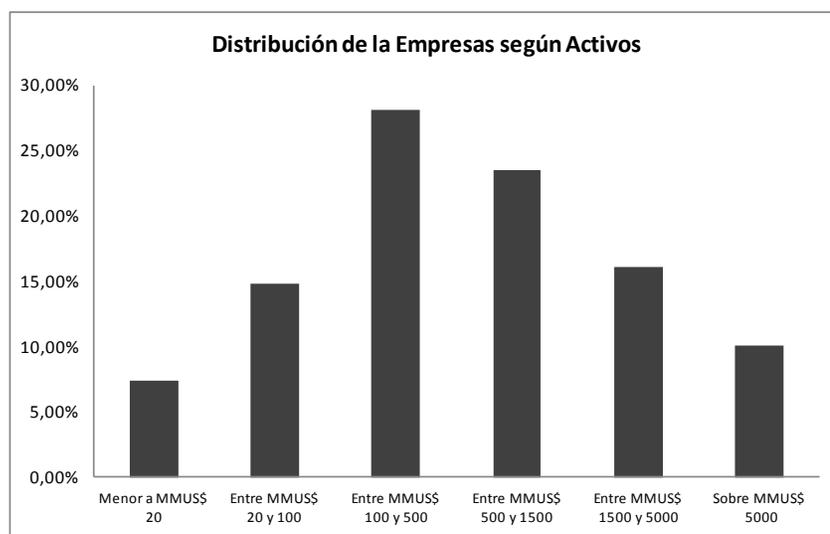


Figura 4-2: Distribución de empresas según activos

Las figuras 4-3 y 4-4, hacen referencia a datos personales para cada director. En la figura 4-3 se observa la distribución de edad de los directores, donde el rango preponderante, es entre los 45 y 65 años, representando un 62% de la muestra total de directores. Se destaca que la cantidad de directores jóvenes es muy reducida, menor al 11%. Además es interesante destacar que la edad para jubilar en Chile es de 65 años para el hombre⁴ y a pesar de esto, el número de directores que supera esa edad sigue siendo considerable (cercano al 30%), realidad esperanzadora para los directores de la tercera edad.

Finalmente, la figura 4-4 se enfoca en una comparación entre aquellos directores que poseen un título profesional, frente a los que no, tanto para la muestra completa, como para los datos segmentados según la relación del director con el controlador. Se observa que de los tres grupos presentados, los directores familiares del controlador, son el grupo

⁴ Se considera solo el sexo masculino, debido a que representan el 96% de la muestra.

con mayor presencia de directores sin título profesional, siendo éstos un 16% del total de dicho grupo, versus un 6% de directores no profesionales, en el grupo de directores no familiares del controlador.

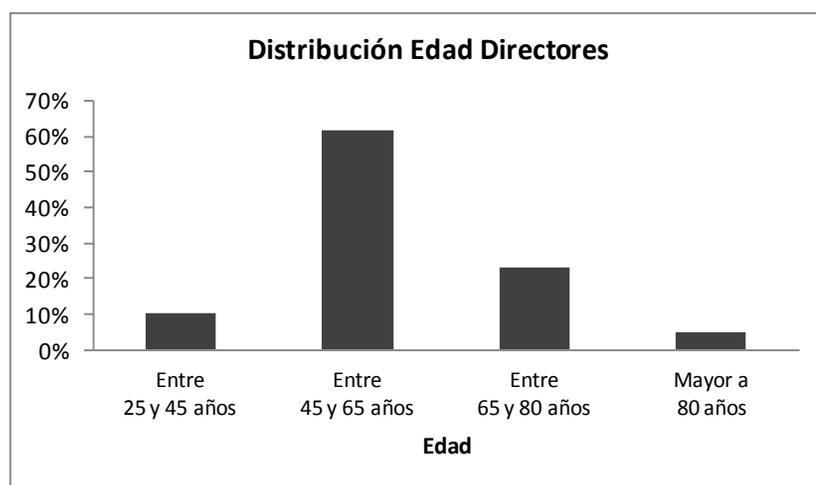


Figura 4-3: Distribución de empresas según activos

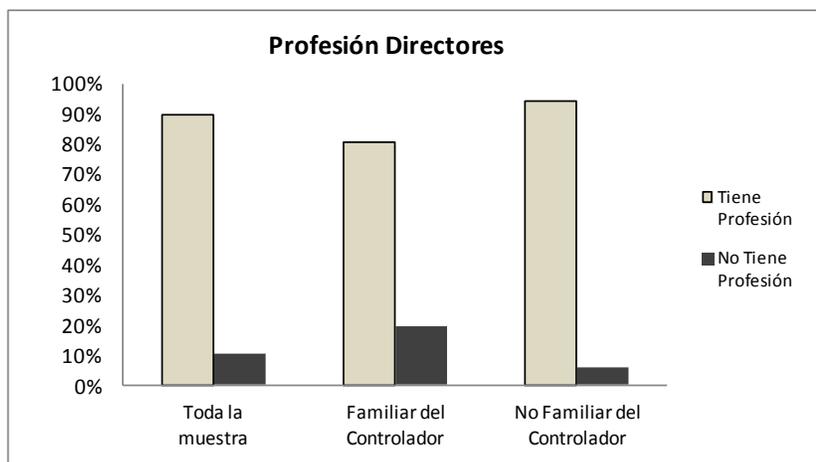


Figura 4-4: Distribución de empresas según activos

También se analizó la participación de los directores en uno o más directorios de Sociedades Anónimas Abiertas de distinto grupo empresarial. Este número puede variar entre 1 y 7 directorios como máximo, y de acuerdo a la muestra, el 22% de los directores participa en más de un directorio de distinto grupo empresarial (siguiendo la definición entregada en el capítulo de variables relevantes). Lo anterior indica que no es una práctica muy común el que un director esté presente en más de un grupo empresarial.

5. RESULTADOS REGRESIÓN

Para ver si efectivamente la relación familiar con el controlador, influye en la remuneración de un director, es importante tomar en cuenta que las remuneraciones pueden variar por características de la empresa como su tamaño, sector y utilidades de la empresa, entre otros, así como también se debe tener en consideración características de perfil de los directores como su edad, número de directorios y profesión. Para incluir estas consideraciones en el análisis, se hizo uso de regresiones como método estadístico y teniendo en consideración la literatura presentada por Urzúa, 2009 y Fagernäs, 2006, se definió el siguiente modelo:

$$\text{Remuneración} = \beta_1 * \text{Familiar del Controlador} + \beta_2 * C + \beta_3 * P + \varepsilon \quad (5.1)$$

Donde Remuneración es el logaritmo natural de toda remuneración en pesos chilenos, recibida por un director durante el año 2010; Familiar del Controlador es la variable *dummy*, antes mencionada, que toma valor 1 si el director es integrante del controlador o familiar del mismo (consanguíneo o político) y 0 si no lo es. C corresponde al vector de variables que incluye características de la compañía como su tamaño (representado por los activos), su apalancamiento, el sector empresarial al que pertenece y el ROE correspondientes al año 2010. Finalmente, P son aquellas variables de perfil de cada director como la edad, el número de directorios a los que pertenece y la obtención de título profesional.

Tabla V-1: Resultados regresión con variable dependiente Remuneración

Resultados modelo regresión múltiple de la ecuación (1) con Remuneración en ln(\$) como variable dependiente								
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Remuneración	Remuneración	Remuneración	Remuneración	Remuneración	Remuneración	Remuneración	Remuneración
Familiar del Controlador	0.36*** (0.10)	0.28*** (0.08)	0.26*** (0.08)	0.26*** (0.08)	0.26*** (0.08)	0.26*** (0.08)	0.26*** (0.08)	0.28*** (0.08)
ROE		1.44*** (0.19)	1.49*** (0.20)	1.30*** (0.22)	1.27*** (0.22)	1.30*** (0.22)	1.29*** (0.22)	1.25*** (0.22)
Apalancamiento		-0.13*** (0.02)	-0.13*** (0.02)	-0.12*** (0.02)	-0.12*** (0.02)	-0.12*** (0.02)	-0.12*** (0.02)	-0.12*** (0.02)
Activos		0.41*** (0.02)	0.45*** (0.02)	0.45*** (0.02)	0.45*** (0.02)	0.45*** (0.02)	0.45*** (0.02)	0.45*** (0.02)
Presidente		0.58*** (0.11)	0.57*** (0.11)	0.56*** (0.11)	0.53*** (0.11)	0.57*** (0.11)	0.57*** (0.11)	0.53*** (0.11)
Vicepresidente		0.41*** (0.12)	0.39*** (0.12)	0.40*** (0.12)	0.39*** (0.12)	0.40*** (0.12)	0.40*** (0.12)	0.38*** (0.12)
Tamaño			-0.11*** (0.04)	-0.11*** (0.04)	-0.11*** (0.04)	-0.11*** (0.04)	-0.11*** (0.04)	-0.11*** (0.04)
Sector Servicios				-0.14 (0.17)	-0.10 (0.17)	-0.14 (0.18)	-0.13 (0.17)	-0.10 (0.18)
Sector Comercial				0.21 (0.19)	0.25 (0.19)	0.21 (0.19)	0.22 (0.19)	0.26 (0.19)
Sector Consumo Masivo				0.46*** (0.18)	0.50*** (0.18)	0.45*** (0.18)	0.46*** (0.18)	0.51*** (0.18)
Sector Industrial				0.07 (0.17)	0.10 (0.16)	0.06 (0.17)	0.07 (0.17)	0.10 (0.17)
Edad					0.01* (0.00)			0.01* (0.00)
Profesión						0.05 (0.13)		0.10 (0.13)
Número de Directorios							0.03 (0.03)	0.03 (0.03)
Observations	693	693	693	693	693	693	693	693
R-squared	0.02	0.41	0.42	0.44	0.44	0.44	0.44	0.45

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Remuneración	Logaritmo natural de la compensación total recibida por cada Director durante el año 2010 en pesos (\$) 2010
Familiar del Controlador	Variable dummy: 1 si el Director es además integrante del Controlador, familiar o familiar político del Controlador. 0 si no lo es
ROE	Utilidades sobre patrimonio
Apalancamiento	Valor de la deuda sobre patrimonio
Activos	Logaritmo natural de los activos de la compañía en pesos (\$) 2010
Presidente	Variable dummy por cargo: 1 si la persona posee el cargo de Presidente de la compañía. 0 en otro caso
Vicepresidente	Variable dummy por cargo: 1 si la persona posee el cargo de Vicepresidente de la compañía. 0 en otro caso
Sector Servicios	Variable dummy: 1 si la compañía pertenece al rubro del sector servicios. 0 en otro caso
Sector Comercial	Variable dummy: 1 si la compañía pertenece al rubro del sector comercial. 0 en otro caso
Sector Consumo Masivo	Variable dummy: 1 si la compañía pertenece al rubro del sector consumo masivo. 0 en otro caso
Sector Industrial	Variable dummy: 1 si la compañía pertenece al rubro del sector industrial. 0 en otro caso
Tamaño	Número total de personas que conforman el Directorio
Edad	Edad de cada persona
Profesión	Variable dummy: 1 si la persona posee un título profesional. 0 en otro caso
Número de Directorios	Número de directorios de distinto grupo empresarial que integra un Director

Con el fin de obtener información más robusta, se utiliza en las regresiones la data antes mencionada pero extrayendo el 1% inferior y superior de los datos. Además, se debe tener en consideración que de acuerdo a cómo se construye la variable dependiente, aquellos directores que no reciben remuneración por el ejercicio de su cargo, no son considerados en los resultados⁵.

Los resultados de la ecuación 5.1 se presentan en la tabla V-1 e indican que aquellos directores, que son familiar del controlador presentan una correlación positiva con la remuneración, recibiendo en promedio una remuneración 32% superior al resto de los directores de la muestra. Esto es consistente con la hipótesis de existencia de otras variables, distintas al talento y al desempeño del directorio, que influyen en la remuneración de los directores, siendo esta variable la relación familiar del director con el controlador. En presencia de esta relación familiar la remuneración se ve aumentada.

Además, es importante resaltar entre los resultados obtenidos que los activos y el ROE de la compañía, entregan un resultado significativo al 1%, relacionándose de manera positiva con la remuneración de los directores, mientras que el apalancamiento lo hace de forma negativa con el mismo nivel de significancia. Lo anterior indica que empresas más grandes y con mejores resultados entregan mayores remuneraciones a su directorio, lo que resulta esperable, ya que una empresa grande posee mayores recursos, los desafíos y responsabilidades que tienen los directores son mayores y deberían ser recompensados de acuerdo a esto.

⁵ Dichos casos no se ven reflejados debido a que el logaritmo natural de un valor cero es infinito, lo que indefine la variable.

Finalmente, con respecto a los datos de perfil incluidos en la regresión se observa que las variables relacionadas con el título profesional y la participación en más de un directorio, no son variables estadísticamente significativas, mientras que edad es la única característica individual que influye en la remuneración recibida por un director, aunque de manera imperceptible (con un coeficiente muy cercano a cero).

Los mencionados resultados se acercan a la teoría de *skimming* presentada por Bertrand y Mullainathan, 2000, la que asocia la remuneración del director más con variables relacionadas a la suerte, como la relación familiar con el controlador, que con la capacidad profesional o el desempeño. Sus resultados implican que por muy valorado que sea el director en el mercado, no implica necesariamente que será mejor remunerado.

6. CHEQUEO DE ROBUSTEZ

A continuación se presenta un chequeo de robustez, mediante el cual se realizó una serie de regresiones bajo distintos criterios pero manteniendo las variables originales de la regresión lineal, con el fin de verificar que la hipótesis sigue siendo significativa ante escenarios un tanto diferentes.

6.1. Segmentación por Cargo

Se puede ver de la muestra que en el 78% de los casos en que dentro del directorio de una empresa, hay presencia de un integrante o familiar de controlador, uno de ellos ejerce el rol de Presidente. Como se mencionó anteriormente, es una práctica habitual que el Presidente de una compañía reciba el doble de remuneración que el director, pero esta cifra puede llegar a ser incluso diez veces superior. Esto no sucede en el cargo de director, donde las remuneraciones se mueven en rangos de mayor similitud. Por esta razón, se decidió realizar regresiones independientes para cada cargo. Los resultados obtenidos se muestran en la tabla VI-1, donde se observa que van en la misma tendencia que los presentados en la tabla IV-1 cuando se utiliza la muestra en su totalidad.

Sin importar el cargo, la variable Familiar del Controlador sigue mostrando consistencia en cuanto a su importancia sobre la remuneración de los directores. Lo mismo ocurre con la variable de tamaño de la empresa, mientras que el ROE y el tamaño del directorio, mantienen su tendencia para todos los cargos con excepción del Vicepresidente. El apalancamiento, para el caso del grupo de los Presidentes y

Vicepresidentes, a pesar de mantener un coeficiente negativo, no aparece como una variable estadísticamente significativa en los resultados.

Tabla VI-1: Segmentación por cargo

VARIABLES	Resultados modelo regresión múltiple con Remuneración como variable dependiente segmentando la muestra según cargo			
	Muestra Total Remuneración	Presidente Remuneración	Vicepresidente Remuneración	Directores Remuneración
Familiar del Controlador	0.28*** (0.08)	0.43** (0.21)	0.59** (0.27)	0.21** (0.09)
ROE	1.25*** (0.22)	1.23* (0.64)	1.15 (0.83)	1.24*** (0.26)
Apalancamiento	-0.12*** (0.02)	-0.11** (0.05)	-0.03 (0.21)	-0.13*** (0.02)
Activos	0.45*** (0.02)	0.42*** (0.06)	0.38*** (0.09)	0.46*** (0.03)
Presidente	0.53*** (0.11)			
Vicepresidente	0.38*** (0.12)			
Tamaño	-0.11*** (0.04)	-0.17 (0.13)	-0.11 (0.17)	-0.11** (0.04)
Sector Servicios	-0.10 (0.18)	0.43 (0.45)	0.48 (0.57)	-0.31 (0.20)
Sector Comercial	0.26 (0.19)	1.09** (0.47)	0.40 (0.74)	0.08 (0.22)
Sector Consumo Masivo	0.51*** (0.18)	0.67 (0.43)	0.45 (0.57)	0.49** (0.21)
Sector Industrial	0.10 (0.17)	0.26 (0.39)	0.47 (0.47)	0.02 (0.20)
Edad	0.01* (0.00)	-0.01 (0.02)	0.01 (0.01)	0.01*** (0.00)
Profesión	0.10 (0.13)	-0.23 (0.24)	0.07 (0.40)	0.20 (0.16)
Número de Directorios	0.03 (0.03)	0.15 (0.13)	-0.04 (0.07)	0.04 (0.03)
Observations	693	109	80	504
R-squared	0.45	0.41	0.35	0.47

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Analizando más en profundidad la variable que observa la relación familiar del director con el controlador, se distingue que esta variable, a pesar de presentar un coeficiente positivo y significativo al 5% en los 3 sub-grupos, éste muestra diferencias considerables. Los Presidentes y Vicepresidentes reciben un premio en su remuneración, cuando son familiares del controlador, bastante superior al que obtiene el grupo de los Directores. Los dos primeros, en caso de tener una relación familiar con el controlador reciben una remuneración 54% y 80% superior respectivamente, mientras el tercer grupo lo hace en tan solo 23%. Lo anterior toma sentido al recordar los resultados de la tabla IV-1, donde los Presidentes familiares del controlador tienen una remuneración promedio 160% superior a los que no lo son.

Este resultado podría explicarse porque es en los cargos de Presidente y Vicepresidente donde se puede maximizar el “premio” por ser familiar. Dado que la política de remuneración no puede ser demasiado discriminatoria dentro de una misma empresa, aumentar la remuneración de un director familiar conlleva también el aumento de la de los directores no familiares de esa empresa.

Características como el tener título profesional o pertenecer a un mayor número de directorios, continúan indicando que no son ventajas valoradas por el mercado de remuneración de directores, ya que no muestran significancia estadística. La edad mantiene su significancia en el caso de la sub-muestra de Directores, pero no lo es para los grupos de Presidentes y Vicepresidentes.

6.2. Efecto empresa

También se estimó la ecuación 5.1 agregando un control por empresa⁶. Para esta regresión, se consideró una sub-muestra, con información únicamente de aquellos con el cargo de Director. Los coeficientes obtenidos en esta regresión no resultan significativos para la variable Familiar del Controlador, como se muestra en la tabla VI-2.

Esto se puede interpretar como que no existe una discriminación dentro de una misma compañía en relación a los Directores que son familiares del controlador versus los que no lo son.

Las políticas de remuneración de las empresas, en relación a la renta fija, variable y dieta, son iguales para cada cargo en el directorio (igual política para todos los cargos de Director, pudiendo ésta ser diferente para el Vicepresidente y ambas diferentes al Presidente). Este resultado indicaría que en general no se negocia el sueldo de manera individual para cada integrante del directorio, como sucede con los ejecutivos⁷.

Así, el resultado presentado habría indica que en las compañías que tienen más familiares en su directorio tienden a otorgar remuneraciones más altas a su directorio. Lo anterior no impide, que dicho premio otorgado por ser familiar del controlador, sí podría verse reflejado en los cargos de Presidente o Vicepresidente.

⁶ Se agrega a la ecuación 5.1 una variable *dummy* por cada una de las empresas incluidas en la muestra.

⁷ Además de variar dependiendo del cargo, las remuneraciones pueden ser diferente, de acuerdo a las sesiones a las que asista el director (en caso de ser remunerado mediante dietas), así como también debido a los pagos por pertenecer a un comité o por labores extraordinarias, como por ejemplo una asesoría.

Con respecto a las variables de profesión y ser parte de más de un directorio, no muestran coeficientes estadísticamente significativos en los resultados.

Tabla VI-2: Efecto empresa y sesgo por selección

VARIABLES	Regresión múltiple incluyendo <i>dummy</i> por empresa con Remuneración como variable dependiente	Método Heckman con Remuneración como variable dependiente	
	Remuneración	Remuneración	Selección
Familiar del Controlador	0.07 (0.05)	0.30*** (0.08)	
ROE	0.87*** (0.19)	1.31*** (0.26)	-2.00*** (0.35)
Apalancamiento	-0.10 (0.07)	-0.14*** (0.02)	0.37*** (0.08)
Activos	0.40*** (0.12)	0.40*** (0.02)	0.23*** (0.04)
Presidente		0.51*** (0.11)	0.39** (0.19)
Vicepresidente		0.36*** (0.12)	0.12 (0.20)
Tamaño	-0.08*** (0.02)	-0.16*** (0.03)	0.42*** (0.06)
Sector Servicios	0.01 (0.80)	-0.18 (0.15)	-0.10 (0.20)
Sector Comercial	1.53** (0.63)	0.21 (0.18)	-0.39 (0.27)
Sector Consumo Masivo	0.32 (0.30)	0.33** (0.17)	0.18 (0.24)
Sector Industrial	-0.16 (0.27)	-0.10 (0.14)	0.64*** (0.21)
Edad	0.00 (0.00)	0.01** (0.00)	
Profesión	0.09 (0.06)	0.12 (0.11)	
Número de Directorios	0.02 (0.02)	0.02 (0.03)	
Observations	504	801	801
R-squared	0.92		

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6.3. Sesgo por selección

Como ya fue mencionado, existen algunas empresas cuya política es no entregar remuneración alguna a su Directorio. Considerando además, que la remuneración en el modelo de regresión está definida como logaritmo natural, para dichas compañías que no remuneran a sus directores, la variable dependiente se indefine, por lo que estos datos no están incorporados en los resultados, lo que puede provocar un sesgo por selección, al considerar de manera no aleatoria tan solo una parte de la muestra.

El sesgo de selección puede ser eliminado mediante el método de Heckman, el que permite incluir en los resultados la totalidad de la muestra (incluidos aquellos casos que no son remunerados), y cuyos resultados se muestran en la tabla VI-2. El coeficiente de correlación de los errores de las 2 ecuaciones indica la existencia de sesgo de selección, al ser estadísticamente significativo. De todas maneras, aun cuando se corrige el sesgo de selección, los resultados siguen siendo válidos para apoyar la hipótesis propuesta, al mantenerse la relación familiar con el controlador como una variable estadísticamente significativa y positiva sobre la remuneración de los integrantes del Directorio.

De igual forma sucede con las variables representativas de la empresa, que mantienen su tendencia en cuanto a la influencia sobre la remuneración entregada a los directores. Mientras que las características de perfil parecen no tener influencia alguna sobre la remuneración recibida por los directores durante el período 2010,

con excepción nuevamente de la edad pero cuyo aumento es casi nulo de acuerdo al tamaño del coeficiente presentado.

Tabla VI-3: Remuneración base, derecho a dividendos y título profesional

VARIABLES	Resultados modelo regresión múltiple de la ecuación (1), con variable dependiente:			Resultados modelo regresión Probit
	Remuneración sin categoría "Extras"	Remuneración sin categoría de "Extras" y/o "Comité"	Remuneración, incorporando variable % Dividendos	con Profesión como variable dependiente
Familiar del Controlador	0.22*** (0.08)	0.25*** (0.08)	0.25*** (0.08)	-0.68*** (0.14)
ROE	1.42*** (0.21)	1.36*** (0.20)	1.20*** (0.23)	0.50 (0.53)
Apalancamiento	-0.14*** (0.02)	-0.14*** (0.02)	-0.12*** (0.02)	0.07 (0.06)
Activos	0.48*** (0.03)	0.47*** (0.03)	0.44*** (0.02)	0.03 (0.05)
Presidente	0.43*** (0.11)	0.47*** (0.11)	0.54*** (0.11)	-0.14 (0.18)
Vicepresidente	0.26** (0.11)	0.26** (0.11)	0.39*** (0.12)	0.17 (0.21)
Tamaño	-0.14*** (0.05)	-0.15*** (0.05)	-0.08** (0.04)	0.01 (0.07)
Sector Servicios	-0.33* (0.17)	-0.38** (0.18)	-0.01 (0.18)	0.12 (0.23)
Sector Comercial	0.04 (0.21)	-0.01 (0.21)	0.28 (0.19)	0.32 (0.32)
Sector Consumo Masivo	0.04 (0.17)	-0.00 (0.17)	0.58*** (0.18)	-0.13 (0.25)
Sector Industrial	-0.10 (0.16)	-0.10 (0.17)	0.20 (0.18)	0.27 (0.22)
Edad	0.01 (0.00)	0.01* (0.00)	0.01* (0.00)	-0.03*** (0.01)
Profesión	0.07 (0.13)	0.05 (0.13)	0.09 (0.13)	
Número de Directorios	0.07** (0.03)	0.05* (0.03)	0.03 (0.03)	-0.01 (0.08)
Remuneración				0.05 (0.07)
Porcentaje de Dividendos			0.44** (0.19)	
Observations	610	610	693	693
R-squared	0.50	0.49	0.45	

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

6.4. Remuneración Base

Considerando que además de la remuneración base (renta fija, variable, dieta o una combinación de ellas) que recibe el directorio, se pueden agregar remuneraciones por participación en algún comité y/o actividades extra, es factible analizar si la hipótesis continúa siendo válida cuando se cambia la variable dependiente, únicamente por la remuneración base.

Los resultados, que se muestran en la tabla VI-3, indican que a pesar de retirar de la variable dependiente las remuneraciones por comité y/o extras, la variable Familiar del Controlador se mantiene mostrando resultado que apoyan la hipótesis presentada, ya que es estadísticamente significativa y mantiene una correlación positiva con la remuneración. Esto se interpreta como que la diferencia de salario entre los familiares del controlador y los que no lo son, no se basa únicamente en que a los primeros se les asigna una mayor carga laboral, ya sea en un comité, asesoría u otro.

6.5. Derecho a Dividendos

Urzúa, 2009, analiza cómo los controladores de empresas chilenas extraen renta a los accionistas minoritarios mediante pago de remuneraciones excesivas a los directores. Dicho trabajo muestra información que apoya la hipótesis de que el porcentaje de derecho a dividendos es una variable que influye en la presencia de *tunneling* dentro de las compañías chilenas entre los años 2000-2005, indicando que la remuneración aumenta a medida que disminuye el porcentaje de dividendos que recibe el controlador.

Siguiendo el concepto de que el porcentaje de dividendos del controlador influye en la remuneración entregada a los directores es que el presente estudio consideró agregar a la ecuación 5.1, la variable de control: porcentaje de dividendos recibidos por el controlador de la compañía.

En este caso, los resultados, en la tabla VI-3, se mantienen consistentes con la hipótesis, ya que la variable relevante (Familiar del Controlador) es significativa al 5%, con un coeficiente positivo igual a 0,25. Lo que equivale a un aumento del 28% en la remuneración cuando el director es familiar del controlador.

6.6. Título profesional

De acuerdo a los resultados presentados en la tabla V-1, la existencia de un título profesional no tiene una influencia estadísticamente significativa en el monto remunerado a un director. Con el fin de analizar más en profundidad esta variable es que se incorpora la tabla VI-3, que muestra los resultados de una regresión *probit*, donde la variable dependiente es la presencia de un título profesional, como sigue:

$$Profesión = \beta_1 * Familiar\ del\ Controlador + \beta_2 * C + \beta_3 * P + \varepsilon \quad (6.1)$$

Donde *C* y *P* corresponden a las mismas variables especificadas para la ecuación 5.1, con la excepción que en este caso entre las variables incorporadas en *P* ya no se encuentra la profesión.

Según lo presentado en la tabla VI-3, se observa que cuando un director es Familiar del Controlador, la probabilidad de que éste no posea un título profesional aumenta. Lo que es consistente con lo mencionado por Cadbury, 2000, quien propone que las empresas familiares valoran mucho más la experiencia laboral que los estudios y se

preocupan por que los integrantes de la familia reciban un buen entrenamiento en el sentido práctico, educándolos en el ambiente de los negocios y trabajando con ellos todas las actividades realizadas por la empresa.

7. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se examinaron mediante análisis de regresión las compañías no financieras listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile del año 2010, con el fin de estudiar la relación entre la remuneración recibida por un director y su nexo familiar con el accionista controlador. Luego se evaluó la hipótesis: cuando un director es familiar (consanguíneo o político) del accionista controlador su remuneración es mayor.

Se probaron distintas especificaciones, obteniéndose resultados sorprendentemente estables, en los que se presenta evidencia que apoya la hipótesis antes mencionada. En promedio un director que es familiar del controlador gana una remuneración un 32% superior al que no lo es. De la misma forma, cuando se considera la remuneración base (sin extras ni comités) el director familiar tiene en promedio un aumento en su remuneración del 28%. Al separar la muestra en Presidentes, Vicepresidentes y otros Directores, se encontraron premios (en la remuneración total) por ser familiar del controlador de 54%, 80% y 23% respectivamente.

También se encontró que cuando un director es familiar del controlador, la probabilidad de que éste posea un título profesional disminuye. Lo anterior podría significar que a directores familiares se les exigen menos requisitos que a directores independientes del controlador para formar parte del directorio.

Considerando las características de Chile en cuanto a la concentración de propiedad y la preponderante presencia de accionistas controladores y directores familiares en las empresas, se puede interpretar los resultados obtenidos de dos formas: existe presencia

de *tunneling* dentro de las compañías o el aumento en la remuneración de los directores familiares del controlador se debe a que éstos ejercen una dedicación especial al cargo.

El problema de *tunneling*, en el caso de las remuneraciones, se ve reflejado cuando un controlador, luego de asignar en su directorio personas con quienes mantiene un vínculo cercano (o familiar) les paga altas remuneraciones sin verse reflejado a partir de éstas un mejor desempeño de la compañía o una mayor carga laboral hacia el directorio. Esta situación es interpretada como una extracción de renta a los accionistas minoritarios, ya que estarían perdiendo el costo de oportunidad de que los excesos en las remuneraciones a los directores sea invertido en buenas oportunidades para la compañía o de entregarlo como dividendos a los accionistas de la empresa. Lo anterior conlleva a una disminución en los niveles de calidad del gobierno corporativo, lo que podría ser castigado por potenciales inversionistas, reduciendo el valor de mercado de la compañía.

Una segunda interpretación de los resultados sería asociar el alza en el sueldo de los directores familiares al hecho que éstos mantienen una dedicación especial al cargo, sumado a un ahorro en costos de monitoreo, ya que como menciona Martínez et al, 2007, los familiares generan un ambiente de honestidad, confianza y control, al tener un mayor interés en el desempeño de la firma. Lo que se traduce en un mayor cantidad de horas de trabajo dedicadas a la compañía y una atención especial por mantener una búsqueda constante del correcto desarrollo de la empresa tanto en el corto como en el largo plazo.

Con la información recopilada no es posible determinar de manera concluyente cuál de estas interpretaciones explica de mejor forma los resultados, ya que éstos dan indicios que permiten apoyar ambas explicaciones a modo de primera aproximación.

Considerando los resultados que apoyan la idea de presencia de *tunneling*, dado que no validan la interpretación de dedicación especial al cargo se tiene en primer lugar que aun cuando no se incluye lo remunerado a un director por actividades extras o comité, se observa una relación positiva entre la remuneración y el nexo familiar del director con el controlador (capítulo 6.4). Es decir, independiente de si se consideran trabajos adicionales en la empresa, los directores familiares reciben una remuneración mayor, lo que no apoya la idea que el premio en la remuneración se debe a trabajo extraordinario y por tanto soporta la hipótesis de *tunneling*. Sumado a esto, los resultados muestran que un director familiar del controlador tiene una probabilidad más baja de tener profesión, sin embargo reciben una mayor remuneración. Esto hace pensar que posiblemente a los directores familiares se les exigen menos requisitos para ser incorporados en un directorio, lo que reduce el nivel de transparencia e igualdad dentro de la empresa.

De forma similar hay resultados que apoyan la idea de una mayor remuneración a los directores familiares del controlador debido a que éstos ejercen una dedicación especial al cargo. Los resultados de la sección 6.2 muestran que dentro de una misma compañía no existen diferencias entre las remuneraciones de aquellos con cargo de Director independiente de la relación familiar con el controlador. Es decir, la diferencia entre la remuneración de Directores familiares y no familiares del controlador no se produce dentro de una misma compañía, sino que empresas que tienen un mayor número de

Directores familiares del controlador pagan mayor remuneración a todos sus Directores. Esto muestra un nivel de transparencia dentro de las compañías, apoyándose la idea de que no hay *tunneling* dentro de las empresas chilenas, validando de esta forma la idea que cuando se paga más a un directorio conformado por un mayor número de familiares es porque se valora el ambiente generado por un grupo familiar cercano.

También los resultados de la tabla VI-3 muestran una correlación positiva entre la remuneración y el porcentaje de dividendos que recibe el controlador. Esto nos indica que ha cambiado el escenario de las empresas chilenas, ya que estos resultados no dan indicios de una extracción de renta a los minoritarios a medida que disminuye el porcentaje de derecho a dividendos como lo muestra Urzúa, 2009, para los años del 2000 al 2005. Lo anterior se puede interpretar como que se ha producido un avance en este aspecto de los gobiernos corporativos.

A pesar que la concentración de propiedad es beneficiosa en una compañía, debido a que disminuye el problema de agencia (Shleifer y Vishny, 1986), se recomienda que cada compañía busque de acuerdo a sus características un equilibrio entre la propiedad dispersa y la concentrada, de modo que se eviten tanto los problemas de agencia como de *tunneling*. Por otra parte, una reducción en la alta variabilidad de los sueldos de los directores de las empresas reduciría la sospecha que este mercado no está funcionando eficientemente.

Para mejorar el problema de *tunneling* y en general las prácticas de gobierno corporativo, las asociaciones de fondos de pensión juegan un rol importante en la supervisión y fiscalización de los procesos, ya que considerando el monto de su

inversiones y el alto número de empresas en las cuales invierten, se han preocupado de mantener un buen monitoreo en la compañías, controlando que no se produzcan acciones que sean en beneficio de un accionista en particular más que de la empresa en su totalidad. También han potenciado la creación de leyes que disminuyan la probabilidad de conflicto entre accionistas, por lo que su participación en las empresas se hace cada día más relevante.

Además, la creación de leyes y una buena fiscalización por parte de las entidades gubernamentales, que se preocupen de evitar las malas acciones de los controladores así como también evitar que se generen escenarios propicios para que el controlador pueda abusar de su poder en la toma de decisiones, ayudando a mantener una buena protección hacia los accionistas minoritarios. Finalmente, lo más importante son las políticas y la cultura de la empresa, que por iniciativa propia debe buscar siempre mantener un trato y reparto justo de los beneficios de la empresa hacia todos los *stakeholders*, en especial si consideran que diversos estudios han concluido que empresas con malas prácticas de gobierno corporativo disminuyen el valor de mercado de la compañía.

Queda pendiente, para un próximo trabajo, un análisis riguroso del motivo por el que las compañías pagan mayor remuneración a los familiares del controlador, mediante el estudio de casos emblemáticos que ayuden a entender las motivaciones que guían las decisiones.

BIBLIOGRAFIA

Ammann, M., Oesch, D. y Schmid, M. (2009). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.

Anderson, R. y Reeb, D. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S & P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.

Barontini, R. y Bozzi, S. (2011). Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies. *Journal of Management & Governance*, 15(1), 59-89.

Bertrand, M. y Mullainathan, S. (2000). Agents With and Without Principals. *The American Economic Review*, 90(2), 203-208.

Bertrand, M., Mehta, P. y Mullainathan, S. (2002). Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups. *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148.

Black, B., De Carvalho, A. y Gorga, É. (2011). What Matters and for which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934-952.

Cadbury, A. (2000). Family Firms and their Governance: Creating Tomorrow's Company from Today's. *Egon Zehnder International*.

Chami, R. (2001). What's Different About Family Businesses? *International Monetary Fund*, Working Paper No. 01/70.

Cheung, Y., Stouraitis, A. y Wong, A. (2005). Ownership Concentration and Executive Compensation in Closely Held Firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance*, 12(4), 511-532.

Davis, J., Schoorman, F. y Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.

Fagernäs, S. (2006). How do Family Ties, Boards and Regulation Affect Pay at the Top? Evidence for Indian CEOs. *Centre for Business Research*, University of Cambridge, Working Paper No. 335.

Iglesias-Palau, A. (2000). Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile. *Revista Abante*, 3(1), 109-141.

James, H. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41-55

Johnson, S. y Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.

La Porta, R., López-De-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

La Porta, R., López-De-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., López-De-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.

Lefort, F. (2007). La Contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al Gobierno Societario de las Empresas Chilenas.

Lefort, F. y Walker, E (2000). Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance, *Revista Abante*, 35(104), 49-72.

Lefort, F. y Walker, E (2007). Corporate Governance, Market Valuation, and Payout Policy in Chile, in *Investor Protection in Latin America*, Stanford University Press, Chong and López De Silanes, 289-352.

Martínez, J., Stöhr, B. y Quiroga, F. (2007). Family Ownership and Firm Performance: Evidence From Public Companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-94.

McKinsey & Company (2004). Potenciar el Gobierno Corporativo de las Empresas en Chile: Una Oportunidad para Crear Valor Sostenible con una Perspectiva de Largo Plazo. *Círculo de Negocios y Finanzas de ICARE*.

Mehrotra, V., Morck, R., Shim, J. y Wiwattanakantang, Y. (2011). Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms. *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 16874.

Morck, R. y Yeung, B. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 367-382.

Pérez-González, F. (2006). Inherited Control and Firm Performance. *American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.

Roe, M. (2004). The Institutions of Corporate Governance. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, Paper No. 488.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Silva, F. y Majluf, N. (2008). Does Family Ownership Shape Performance Outcomes? *Journal of Business Research*, 61(6), 609-614.

Urzúa, F. (2009). Too few dividends? Group's Tunneling through Chair and Board Compensation. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 245-256.

Wigodski, T. & Zuñiga, F. (2002). Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de OPA's. *Universidad de Chile, Documento 38*.