ASOCIACIÓN LATINOAMERICANA DE FACULTADES
Y ESCUELAS DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN
Organismo de Cooperación y Estudio de la Unión
de Universidades de América Latina y el Caribe

XV Asamblea General

25 al 28 octubre del 2016
en la Ciudad de Medellín Colombia,
siendo sede la Universidad EAFIT bajo las siguientes:

La calidad del gobierno corporativo societario. ¿Afecta en el mercado de capitales chileno?

La calidad del gobierno corporativo societario. ¿Afecta en el mercado de capitales chileno?

ÁREA TEMÁTICA:
Ética y responsabilidad social

SUB ÁREA TEMÁTICA:
Gobierno corporativo

AUTOR 1
NOMBRE:
Berta Silva Palavecinos

INSTITUCIÓN:
Profesor jornada completa
Escuela de Comercio
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Pontificia Universidad Católica de Valparaíso

DOMICILIO:
Avenida Brasil 2830, Valparaíso, casilla 4059, Chile

NÚMERO DE TELÉFONO Y FAX:
Fono: (56) (32) 227 3329
Fax: (56) (32) 227 3398

DIRECCIÓN ELECTRÓNICA:
bsilva@ucv.cl
berta.silva@pucv.cl

DIRECCIÓN DE CORRESPONDENCIA:
Avenida Brasil 2830, Valparaíso, casilla 4059, Chile

AUTOR DE CORRESPONDENCIA:
bertasilva@vtr.net

AUTOR 2
NOMBRE:
Eduardo Silva Molina

INSTITUCIÓN:
Profesor jornada parcial
Escuela de Comercio
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Pontificia Universidad Católica de Valparaíso

DOMICILIO:
Avenida Brasil 2830, Valparaíso, Chile

NÚMERO DE TELÉFONO:
Fono: (56) (32) 227 3451

DIRECCIÓN ELECTRÓNICA:
eduardo.silva@ucv.cl
eduardo.silva@pucv.cl

RESUMEN

En este artículo de investigación se estudia el efecto que tiene el nivel de cumplimiento de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en las sociedades cotizadas chilenas y el efecto en su valor en el mercado de capitales

A partir de la Metodología para la evaluación de la aplicación de los principios de gobierno corporativo (OCDE, 2006), se formuló un cuestionario para medir en las sociedades cotizadas chilenas el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno. La medición se ha realizado a través de un índice general (ICGC) y subíndices (Principio II al Principio VI). Se construyó un modelo para establecer la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa. La variable dependiente (endógena) es el valor de la empresa y como variables independientes, además de aquellas que miden la calidad de gobierno corporativo se usan otras variables propuestas por distintos autores en estudios similares. La variable valor de la empresa se midió usando valores de mercado, datos solamente contables y la combinación de ambos. Se estudió una muestra de 55 empresas no financieras entre los años 2001 a 2008, el inicio se enmarca en la emisión de normas tendientes a fortalecer el gobierno corporativo y el cierre queda determinado por el fin para algunas empresas de la preparación y presentación de los estados financieros bajo Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA). En Chile, a partir del año 2009 se adoptó como normativa contable a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS por sus siglas en inglés).

Entre los resultados, el estudio mostró que el ICGC, aun cuando se relaciona positivamente con el valor de la empresa tiene poca importancia en su explicación. La relación entre gobierno corporativo y desempeño operativo (datos contables) es más débil que la relación entre el gobierno corporativo y la valoración de mercado.

PALABRAS CLAVE

Valor empresa, gobierno corporativo, OCDE

LA CALIDAD DEL GOBIERNO SOCIETARIO ¿AFECTA EN EL MERCADO DE CAPITALES CHILENO?

INTRODUCCIÓN

En el mundo ha sido preocupación de distintos autores establecer la relación existente entre el cumplimiento de distintas disposiciones de buen gobierno y cómo éste afecta al valor de las empresas en el mercado, por ejemplo Black, 2001; Weir, Laing y McKnight, 2002; Gompers et al., 2003; Klapper y Love, 2002, 2004; Bauer et al., 2004; Bebchuk et al., 2004; Doidge et al., 2004; Drobetz, Schillhofer y Zimmermann, 2004; Cremers y Nair, 2005; Durnev y Kim, 2005; Lefort y Walker, 2005; Padgett, y Shabbir, 2005; Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann, 2006; Black, Jang y Kim, 2006a; Brown y Caylor, 2006; Chong y López-de-Silanes, 2006; Aggarwal et al., 2007; Langebaek y Ortiz, 2007; Pérez de Toledo, 2007; Silveira, Leal, Carvalhal-da- Silva y Barros, 2007; Bhagat y Bolton, 2008; Clacher, Doriye, y Hillier, 2008; Djankov, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2002; Garay y González, 2008; Shabbir y Padgett, 2008; Brown, Lee, Owen y Walter, 2009; Ammann, Oesch y Schmid, 2010; Pérez de Toledo, 2010; Renders, Gaeremynck y Sercu, 2010; ;Bebchuk et al., 2011, 2013; Lama, 2012; Black, De Carvalho y Gorga, 2012a; Black y Kim, 2012; Black, Kim, Jang y Park, 2012b. Estos autores han formulado diferentes índices de la calidad del buen gobierno, porque no existe una sola manera para medir la calidad del gobierno corporativo, no hay consenso sobre cómo medirlo (Ammann et al., 2010).

El objetivo de este trabajo es estudiar la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa en las sociedades chilenas que cotizan sus valores en la Bolsa, se espera que exista una relación sea positiva y significativa.

En este documento primero se presenta el marco teórico que revisa la relación entre la calidad de gobierno corporativo y el valor de la empresa, luego se presenta la metodología, a continuación el análisis de los datos y los resultados, finalmente se exponen las conclusiones y extensiones del estudio.

MARCO TEÓRICO

La mayoría de los autores encuentran una relación fuerte y positiva entre el buen gobierno corporativo y algunas medidas de valoración o de desempeño (basadas en cifras contables o en información del mercado).

> En los resultados obtenidos también puede influir la naturaleza de los datos utilizados, es decir si son datos del mercado o son datos contables. Por ejemplo, Love (2011) encuentra que la relación entre gobierno y desempeño operativo (datos contables) parece ser algo más débil y más inestable que la relación entre el gobierno y la valoración de mercado. Acaso se deba a que la información contable está referida a empresas de distinto tamaño, a cifras expresadas a valores absolutos muy dispares, diferencias que algunos autores superan aplicando logaritmo o bien expresando los datos como porcentajes.
>
> Entre los años 2000 y 2008 desaparece la correlación entre los retornos anormales de las acciones y el índice de gobierno corporativo, quizás porque los participantes del mercado aprendieron a diferenciar las calificaciones de las empresas en materia de gobierno corporativo, así como la calidad de los índices que lo miden. La mejora en la performance asociada al buen gobierno corporativo queda incorporada de manera regular en el precio de mercado, en el mayor valor de la empresa (Bebchuk, Cohen y Wang, 2011).
>
> En algún caso, el índice de gobierno corporativo predice el valor de la empresa (medido por q de Tobin), especialmente por el sub índice de Estructura del Consejo (de Corea KCGI, Black et al. (2012b).
>
> Un gobierno corporativo robusto está asociado a una alta valoración de la empresa (Gompers et al., 2003; Cremers y Nair, 2005; Core, Guay y Rusticus, 2006; Bebchuk et al., 2009; Ammann et al., 2010; Black et al., 2012b).
>
> La revisión bibliográfica ha permitido observar que, en la mayoría de los casos se llega a establecer una relación positiva y significativa entre gobierno corporativo y valor de la empresa y en ese orden de causalidad. Algunos autores que utilizan índices que miden “no cumplimiento” de las disposiciones, en que el mayor valor del índice indica pobre gobierno corporativo, encuentran que la relación es negativa y significativa (por ejemplo, Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2004; Doidge et al., 2004; Padgett y Shabbir, 2008, 2005 (para el valor de empresa medido como retorno total de accionista); Cremers y Ferrell, 2013; Bebchuk et al., 2011, 2013; Benavides, 2012 (para las empresas no financieras). Aunque, se presenta el caso en que no se encuentra relación entre el índice de gobierno corporativo y la performance de la empresa (Price, Roman y Rountree, 2011).
>
> En base a esos antecedentes bibliográficos se formula la hipótesis de trabajo: En el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE, medido mediante un índice de cumplimiento, está relacionado positivamente con el valor de la empresa.

METODOLOGÍA

El período estudiado comprende los años 2001 al 2008, cuyo inicio se enmarca en la emisión de normas tendientes a fortalecer el gobierno corporativo y el término queda determinado por el fin para algunas empresas de la preparación y presentación de los estados financieros bajo Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA), ya que en Chile a partir del año 2009 se hizo obligatoria la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). De las empresas de la muestra seleccionada, 53 % adoptó las NIIF en 2009 y el 47 % restante lo hizo a partir del año 2010.

La muestra se constituye por 55 empresas chilenas, que presentaron al menos una cotización en la última quincena de diciembre de cada año del período 2001-2008 y representan aproximadamente el 24 % del total de empresas que actualmente cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago, excluidas las empresas financieras porque tienen distinta normativa regulatoria. De las empresas estudiadas aproximadamente el 43% pertenece al IPSA[1]; aproximadamente el 24 % ha emitido ADR, en promedio el principal accionista posee el 45 % de la propiedad y alrededor de un 50 % de las empresas tienen un activo total sobre los M$ 330.000.000 (M US$ 699.078).

En este trabajo se incorporan algunas de las variables consideradas por distintos autores.
El **valor de la empresa** medido de distintas maneras, usando ROE, ROA, siendo más utilizada la q de Tobin, que según algunos autores mide las oportunidades de crecimiento de las empresas (Famá y Barros, 2000; Weir, Laing y McKnight, 2002).

La valoración de la empresa, utilizando la q de Tobin medido en base a datos contables y al valor de mercado de las acciones comunes[2] (Doidge et al., 2004; Klapper y Love, 2004, 2002; Durnev y Kim, 2005; Lefort y Walker, 2005; Klein, Shapiro y Young,2005; Beiner et al. 2006; Black et al., 2006a, 2006b; Chong y López de Silanes, 2006; Gutiérrez y Pombo, 2007; Silveira, Leal, Carvalhal da Silva y Barros, 2007; Clacher et al., 2008; Garay y González, 2008; Shabbir y Padgett, 2008; Ammann et al., 2010; Renders, Gaeremynck y Sercu, 2010; Black et al., 2012a; Black et al, 2012b; Black y Kim, 2012), ha agregado las acciones preferentes a valor de liquidación[3] (Pérez de Toledo, 2007). Otros han incorporado los impuestos diferidos[4] (Gompers et al., 2003; Bauer et al., 2004; Bebchuk et al., 2004; Cremers y Nair, 2005; Brown y Caylor, 2006; Bhagat y Bolton, 2008; Bebchuk et al., 2011, 2013). O simplemente, utilizando la información que produce y publica diariamente la Bolsa de Valores que corresponde al valor de mercado del patrimonio, sobre su valor en libros (Langebaek y Ortiz, 2007). Entre disposiciones de gobierno corporativo con el retorno del patrimonio (ROE) y con el retorno de los activos (ROA) existe una relación significativa y positiva (Brown y Caylor, 2009).

El valor de la empresa también se mide utilizando la Capitalización de mercado (Black, 2001) Drobetz et al., (2004, concepto que proporciona el valor de mercado, es decir, ese que estiman los inversionistas en base a sus expectativas en el momento de cotización.

---

[1]IPSA Índice de Precios Selectivo de Acciones, es la selección de las 40 sociedades con mayores montos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago.
[2]Q de Tobin = (Valor de mercado del patrimonio + total de deudas)/Total activo, o bien expresado como = (Valor libro total activos- valor libro del patrimonio + valor de mercado del patrimonio)/Valor libro del total de activos.
Q de Tobin = (Valor libro deuda+valor libro de acciones preferentes+valor de mercado de acciones comunes)/Valor libro de activos.
[3]Q de Tobin = [Valor de mercado del patrimonio + valor de liquidación de acciones preferentes + (deudas corto plazo – activos corto plazo) + valor libro deudas largo plazo]/Valor libro total activos.
[4]Q= [Valor libro activos+ valor de mercado de acciones comunes - (valor libro de acciones comunes+ impuestos diferidos)]/ Valor libro activos.

En este estudio se ha utilizado el valor de mercado para medir el valor de la empresa (se ha aplicado logaritmo natural). La aplicación de logaritmo reduce la asimetría, los valores atípicos y aumenta la normalidad de los datos (Lama, 2012).

En el estudio se ha incluido la variable logaritmo natural del activo total (ln activo) representativa del tamaño de la empresa. Las empresas más grandes disponen de mayores recursos para desarrollar y mantener una mejor estructura de gobierno corporativo (Lama, 2012). Al relacionar esta variable y la q de Tobin algunos autores encuentran que se vinculan negativa y significativamente (Klein et al., 2005; Beiner et al., 2006; Black et al., 2006a, 2006b; Brown y Caylor, 2006; Ammann et al., 2010; Cremers y Ferrell, 2013; Black et al., 2012b). En Chile, en 2005, Lefort y Walker encuentran relación positiva entre Log valor de mercado de los activos con q de Tobin.

En el estudio también se ha incluido la variable dividendos (payout) para vincularla con el valor de la empresa, esto basado en que el mercado reacciona a los cambios de dividendos (Grullon, Michaely y Swaminathan, 2002; (Chong y López-de-Silanes, 2006), por lo tanto, el reparto y pago de dividendos puede influir sobre la cotización de las acciones a la fecha de medición del valor de mercado.

Al abordar la relación entre la concentración de la propiedad en pocos accionistas y el valor de la empresa existe una relación significativa y negativa (Ammann et al., 2010; Pérez de Toledo, 2010),

También se incluye como variable independiente a la Propiedad del inversionista institucional (AFP), por el importante rol que les compete a los Administradores de Fondos de Pensiones en el cuidado de los recursos invertidos y en su participación como accionistas minoritario (OCDE, 2011).

Además, se incorpora como variable la emisión de American Depository Receipts (ADR), proxy del interés de los inversionistas extranjeros, la liquidez y una mayor revelación (Black et al., 2012a), encontrando que la relación con q de Tobin es positiva (Ammann, Oesch y Schmid, 2011; Black et al., 2012b).

Algunos autores utilizan el leverage, definiéndolo a través del ratio Deuda/Patrimonio a valor de mercado (Klein et al., 2005; Black y Kim, 2012; Black et al., 2012b); o del ratio Deuda/Patrimonio a valor libro (Renders, Gaeremynck y Sercu, 2010); o del ratio Deuda/Activos a valor de mercado que corresponde a Deuda dividido por Total deuda + Patrimonio a valor de mercado (Perez de Toledo y Bocatto, 2013); y otros refiriéndose al ratio Deuda/Total de activo a valor libro (Padgett y Shabbir, 2005; Ammann et al., 2010; Benavides y Mongrut, 2010; López y Lima, 2010; Bebchuk et al., 2011; Black et al., 2012a; Bebchuk et al., 2013), llegando de esta forma a determinar valores que no son en todos los casos comparables.

DEFINICIÓN DEL MODELO

En concordancia al objetivo de la investigación y la literatura revisada, utilizamos un conjunto de factores determinantes del valor de la empresa para evaluar en la muestra la capacidad de generalización del modelo explicativo propuesto. Por tanto, el modelo general incluye como variable dependiente al valor de la empresa, medido a través de seis formas diferentes. Se distinguen variables independientes que miden la calidad de gobierno corporativo (ICGC o los subíndices que lo componen), las variables de control: concentración de la propiedad en el principal accionista, participación en la propiedad de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), endeudamiento, apalancamiento, dividendos, utilidad distribuida, tamaño. Y por último, dos variables dicotómicas que caracterizan a la empresa: pertenencia al IPSA, emisión de ADR.

El modelo general que explica la relación entre el buen cumplimiento de gobierno corporativo a través del índice general (ICGC) y el valor de la empresa, en su forma funcional queda especificado por:

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IPSA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * ICGC_i + \mu_i$$

Con el propósito de detectar cuáles son los componentes del ICGC que contribuyen a la explicación del valor de la empresa, adicionalmente, se estudia el efecto de los principios de gobierno corporativo formulando el siguiente modelo:

$$Vei = \beta_0 + \beta_1 * IPSA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * Pp2_i + \beta_{11} * Pp3_i + \beta_{12} * Pp4_i + \beta_{13} * Pp5_i + \beta_{14} * Pp6_i + \mu i$$

DESCRIPCIÓN DE VARIABLES

Medición Valor de la empresa:

Ln Cap =LnCapitalización bursátil [LnCap], Logaritmo natural (número de acciones comunes suscritas y pagadas multiplicado por la cotización al cierre).
Q_1 = Tobin 1 Cotización acción al cierre/ Valor libro acción al cierre.
Q_2 = Tobin 2 Valor de mercado de la empresa M$ a fecha de cierre/ Valor del activo medio al cierre. Valor de mercado, corresponde al número de acciones en circulación por su cotización bursátil, a fecha de cierre.
Q_3 =Tobin 3 Valor libro activo al cierre – valor libro patrimonio al cierre+ valor de mercado de las acciones en circulación al cierre)/ Valor libro activo al cierre.
ROE= Rentabilidad del patrimonio Utilidad o pérdida del año dividido por patrimonio al cierre.
ROA= Rentabilidad del activo Utilidad del año dividido por el total de activo al cierre.

De Control:

Conc =Propiedad principal accionista.Porcentaje de propiedad del accionista principal de la entidad.
AFP= Propiedad inversionista institucional AFP. Porcentaje de propiedad de los accionistas que son Administradora de Fondos de Pensiones.
Pay=Pay out. Porcentaje de la utilidad distribuida. Se expresa en forma de ratio y es el resultado de dividir los dividendos (incluye dividendos provisorios, dividendos definitivos y dividendos eventuales) por la utilidad del año.
Deb = Deuda Nivel de endeudamiento medido con el ratio Total deuda/Total activo, al cierre.
Lna = Tamaño Logaritmo natural del total de activos a la fecha de cierre.
Lev= Leverage Ratio Total deuda al cierre/Valor libro del Patrimonio al cierre.
Div = Dividendo por acción. Dividendos declarados dividido por las acciones con derecho. Son las acciones existentes al cierre del mismo período del devengamiento del resultado distribuido.
IPSA = Índice de Precios Selectivo de Acciones. Variable dummy. Pertenece=1; No pertenece= 0.
ADR= American Depository Receipts. Variable dummy. Emisión ADR en el año = 1; Sin emisión ADR en el año= 0

Calidad de Gobierno Corporativo:

ICGC = Indice cumplimiento principios gobierno corporativo OCDE. Indicador de cumplimiento de gobierno corporativo, valor entre 0 y 1, siendo 1 el mayor nivel de cumplimiento. Se obtienen de la

suma de los subindices ponderados.
Pp2 = Derechos de los accionistas.Sub indice principio 2 OCDE, cumplimiento de 49 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.
Pp3= Trato equitativo de los accionistas. Sub indice principio 3 OCDE, cumplimiento de 13 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.
Pp4 = Rol stakeholders o partes interesadas. Sub indice principio 4 OCDE, cumplimiento de 4 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.
Pp5 = Transparencia y divulgación de la Información. Sub indice principio 5 OCDE, cumplimiento de 42 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.
Pp6 = Responsabilidad del Consejo. Sub indice principio 6 OCDE, cumplimiento de 70 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.

Anteriormente, señalamos que "Valor de la empresa" es una variable que podría ser medida de distintas maneras: por valor de mercado, por rentabilidad, por oportunidades de crecimiento. En el modelo propuesto es la variable dependiente y usaremos seis formas para medirla: capitalización bursátil de la empresa por las razones antes expuestas, ROE, ROA, q de Tobin.

En el estudio, el valor de la empresa ha sido medido a través de la capitalización bursátil, concepto que se construye solamente con valores de mercado (cotización de la acción a la fecha de medición), mediante algunas medidas de q de Tobin, que combinan valores de mercado y de registros contables, y finalmente las medidas de rendimiento ROA y ROE que están basadas solamente en datos contables.

Como se ha indicado anteriormente la q de Tobin es calculada de tres diferentes maneras. La fórmula más utilizada (por aproximadamente 62 % de los autores revisados) es Q Tobin 3= (Valor libro activo al cierre – valor libro patrimonio al cierre + valor de mercado de las acciones en circulación al cierre)/ Valor libro activo al cierre.

El propósito de este estudio es probar la hipotésis que en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE estaría relacionado positivamente con el valor de la empresa.

Para medir la calidad de gobierno corporativo se ha utilizado el índice autoconstruído a partir de las disposiciones de la OCDE (ICGC). El índice tiene valor entre 0 y 1, siendo 1 el nivel que refleja mayor cumplimiento y por lo tanto, revela la mejor calidad de gobierno corporativo. El índice fue desarrollado mediante un cuestionario que se completa con información pública contenida en los informes anuales de las sociedades.El índice comprende cinco de los seis principios de gobierno corporativo (subíndices Pp2 al Pp6).

Se agregan variables referidas a características especìficas de cada empresa que pueden afectar al valor de la misma. Las siguientes son consideradas variables de control: pertenencia al IPSA, concentración propiedad principal accionista, propiedad de inversionista institucional Administradora Fondos de Pensiones (AFP), emisor de ADR, Pay out, nivel de endeudamiento, tamaño de activo, apalancamiento financiero, dividendo pagado por acción.

ANÁLISIS DE LOS DATOS

La muestra final está compuesta por 55 empresas con 430 observaciones año-empresa, ya que se omitieron algunos años de algunas empresas por tener información incompleta de las variables en estudio. Los datos fueron obtenidos desde los informes anuales (memorias, actas y los estados financieros al cierre de los años estudiados). La información utilizada ha sido obtenida del mercado y de los estados contables financieros.

Al observar los principales resultados del análisis exploratorio de las variables cuantitativas del estudio, en el índice de cumplimiento de principios de gobierno corporativo OCDE (ICGC) podemos apreciar que ninguna empresa tiene pleno cumplimiento de los principios, y que los datos presentan una alta dispersión entre el valor mínimo (0,35) y el valor máximo (0,83). Si analizamos los componentes de ICGC todos se concentran entre el promedio o la mediana con cumplimiento mayor al 0,50, excepto en Rol stakeholders o partes interesadas (Pp4) y Responsabilidad del Consejo (Pp6).

En la Tabla 1 se puede observar las correlaciones entre las distintas variables X e Y. La variable dependiente Ln Cap Burs tiene mayor correlación con las variables del modelo propuesto, excepto con la concentración de propiedad del principal accionista (Conc), la que no contribuye a explicar el valor de la empresa. Dado que otros autores, en el contexto chileno (Lefort, 2003; Lefort y Walker, 2007; Espinosa, 2009; Espinosa y Maquieira, 2010) e internacional a quienes nombramos al referirnos a las variables utilizadas, emplean mayoritariamente q de Tobin como variable representativa del valor de la empresa y que también están aquellos que usan ROA (Lefort y Walker,2005; Lefort y Walker, 2007; Shabbir y Padgett, 2008; Benavides, 2009; Benavides y Mongrut, 2010; Price, Roman y Rountree, 2011; Lama, 2012) y aquellos que utilizan ROE (Shabbir y Padgett, 2008; Benavides, 2009; Benavides y Mongrut, 2010; Lama, 2012) en este estudio se modelará considerando las seis distintas variables dependientes que hemos identificado previamente.

Las correlaciones entre las variables independientes que presentan una relación poco importante, por tal razón han sido mantenidas en el modelo.

RESULTADOS

A continuación, se presenta el análisis de los modelos resultantes del estudio entre la relación del valor de la empresa y la calidad del gobierno corporativo.

No obstante, queremos demostrar que las variables del modelo no se ven afectadas a través del tiempo, por el efecto año para lo cual se incluyen las variables D1 a D7, son variables dicotómicas que corresponden a los años 2001 al 2007, cuando todos los D_n toman valor cero, significará que estamos en presencia del año 2008. De esta manera el modelo propuesto queda como sigue

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IPSA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * ICGC_i + \beta_{11} * D1_i + \beta_{12} * D2_i + \beta_{13} * D3_i + \beta_{14} * D4_i + \beta_{15} * D5_i + \beta_{16} * D6_i + \beta_{17} * D7_i + \mu_i \quad \text{(ecuación 1)}$$

En la Tabla 2 se presentan los coeficientes estimados correspondientes a la ecuación 1, donde el valor de la empresa es medido por el logaritmo de la capitalización bursátil (Ln Cap) y la calidad del gobierno corporativo es medido por el índice general (ICGC).

En el modelo 1 las variables dicotómicas correspondientes a los años, no resultan ser todas significativas, lo que demuestra que no hay efecto regular por el paso del tiempo. Además, las variables propiedad del inversionista institucional (AFP), Leverage (Lev) y el ICGC no contribuyen en conjunto a explicar el valor de la empresa. Por lo anterior, en el modelo 2 se eliminan las variables antes señaladas, manteniendo ICGC que forma parte de las variables cuya relación quiere ser probada.

Finalmente, se muestra que la calidad del gobierno corporativo medida a través de un índice general no aporta a la explicación del valor de la empresa en forma conjunta con las otras variables, asimismo la correlación parcial de esta variable ($0{,}0159^2$) representa solamente un 0,03% de aporte neto y su coeficiente tipificado es el menor en importancia en la ecuación.

Continuamos el desarrollo del estudio de la relación propuesta en la hipotésis, sustituyendo el ICGC por sus componentes (principios OCDE) y así surge la formulación del modelo que se presenta en la ecuación 2.

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IPSA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * Pp2_i + \beta_{11} * Pp3_i + \beta_{12} * Pp4_i + \beta_{13} * Pp5_i + \beta_{14} * Pp6_i + \beta_{15} * D1_i + \beta_{16} * D2_i + \beta_{17} * D3_i + \beta_{18} * D4_i + \beta_{19} * D5_i + \beta_{20} * D6_i + \beta_{21} * D7_i + \mu_i \quad \text{(ecuación 2)}$$

En la Tabla 3 se muestran los coeficientes estimados correspondientes a la ecuación 2. En el modelo 1 nuevamente las variables dicotómicas correspondientes a los años no resultan ser todas significativas. Por lo tanto, se eliminan las variables referidas a los años en el modelo y se mantiene el resto desarrollando un proceso de selección (stepwise) que deriva en el modelo 2.

Los principios que explican el valor de la empresa son los Derechos de los accionistas (Pp2), el Trato equitativo de los accionistas (Pp3) y el Rol de los stakeholders (Pp4). El coeficiente tipificado (0,1808) de Pp2 revela que tiene una mayor importancia que los otros en la ecuación, además, que el aporte neto en la explicación del valor de la empresa es de aproximadamente un 5%. Los principios Pp3 y Pp4 son variables que tienen la menor contribución a la explicación del valor de la empresa medido como logaritmo de capitalización bursátil.

La ecuación muestral resultante está dada por:

$$Ln\ Cap_i = 16{,}6376 + 0{,}5274 * IPSA_i - 0{,}0098 * Conc_i + 0{,}3658 * ADR_i + 0{,}0054 * Pay_i - 1{,}3488 * Deb_i + 0{,}4346 * Lna_i + 0{,}0030 * Div_i + 3{,}5945 * Pp2_i - 1{,}0710 * Pp3_i - 0{,}6317 * Pp4_i$$

La relación positiva alcanzada en el caso de Pp2 coincide con la esperada, en la medida que aumenta el respeto a los derechos de los accionistas aumenta el valor de la empresa.

La relación negativa entre Pp3 y el valor de la empresa, puede ser explicada porque frente a una situación de alta concentración de propiedad, a mayor trato equitativo de los accionistas es menor el valor de la empresa, lo que puede significar que el mercado no percibe el cumplimiento de este principio. Considerando que en el período estudiado aun no se incorporaba la normativa actualmente vigente, es posible que se declarara un cumplimiento inexistente, por ejemplo en los sistemas de votación.

Esta relación negativa en Pp3 es contraria a la esperada, es decir, si aumenta el trato equitativo (asegurar mecanismo para votación, información oportuna del directorio en el caso de transacciones relacionadas) no puede ser que disminuya el valor de la empresa. La explicación pudiera darse por la actuación del accionista controlador, que sin respetar este principo, expropie al accionista minoritario. Por ejemplo, que invierta en proyectos no rentables pero que favorezcan sus intereses en detrimento del valor de la empresa.

La relación negativa encontrada en Pp4 puede ser explicada por la propuesta de Hillman y Keim (2001), los stakeholders pueden crear valor al accionista, sin embargo los recursos usados en otras cuestiones sociales no relacionados con los principales interesados pueden no hacerlo. Estos autores encuentran evidencia de que la gestión de las partes interesadas (mejores relaciones con los empleados, los clientes, los proveedores y otros) conduce a la mejora de valor para los accionistas,

mientras la participación en otras materias sociales (por ejemplo evitar el uso energía nuclear) utilizando recursos corporativos, pero que no están directamente relacionados a los intereses de los stakeholders, se asocia negativamente con éste.

La variable concentración de propiedad del principal accionista (Conc) se relaciona negativamente con el valor de la empresa coincidiendo con lo esperado, porque a mayor concentración menor valor empresa. La propiedad mantenida por accionistas controladores o miembros de familia disminuye el valor de la empresa (Black y Kim, 2012). Frente a altos niveles de concentración existe el riesgo que el accionista mayoritario pueda expropiar la riqueza del inversionista minoritario. A través de la estructura de propiedad se puede tener derecho a más flujos de efectivos por sobre los derechos de propiedad. Espinosa y Maquieira (2010) concluyen que en Chile la relación es positiva hasta niveles de concentración del 40 % y es negativa cuando el nivel de propiedad es de 65% o más.

La variable Pay out (Pay) se relaciona positivamente con Ln Cap coincidiendo con lo esperado y lo concluido por Chong y López-de-Silanes (2006). Lo mismo ocurre con el ratio Deuda sobre Total de activo (Deb), no resultando coincidente con la relación negativa encontrada por Dey (2008).

La variable Ln activo se relaciona positivamente con Ln Cap, correspondiendo con otros autores que encuentran que las empresas de mayor tamaño tienen mayores recursos para desarrollar nuevos proyectos y además tienen mejor implementación del gobierno corporativo, generalmente presionados por dar cumplimiento frente a mercados e inversionistas extranjeros.

En el caso de la variable dividendo por acción (Div) existe una relación positiva con el valor de la empresa, al aumentar la distribución de utilidad aumenta el valor de la empresa. Mejor nivel de prácticas de gobierno corporativo están relacionadas con valuaciones más altas (Tobin q y ratio valor mercado /valor libro), mejor desempeño y mayor pago de dividendos (Chong y López-de-Silanes (2006).

En la Tabla 4 se muestran los coeficientes estimados correspondientes a la ecuación 1, donde el valor de la empresa es medido por el ratio de rentabilidad del patrimonio (ROE) y la calidad del gobierno corporativo es medido por el índice general (ICGC).

En el modelo 1 las variables dicotómicas correspondientes a los años no resultan ser todas significativas. Las variables pertenencia al IPSA (IPSA) y Leverage (Lev) no contribuyen en conjunto a explicar el valor de la empresa y el ICG resulta significativo al nivel de un 10 %. Por lo tanto, en el modelo 2 se eliminan IPSA y Lev, disminuyendo considerablemente el nivel de significación del ICGC.

La ecuación muestral resultante está dada por:

$$ROE_i = 0{,}1269 + 0{,}0014^* Conc_i - 0{,}0014^* AFP_i - 0{,}0277^* ADR_i + 0{,}0013^* Pay_i + 0{,}1401^* Deb_i - 0{,}0171^* Lna_i + 0{,}0008^* Div_i + 0{,}1751^* ICGC_i$$

El coeficiente tipificado correspondiente al ICGC revela que es más importante que las variables dicotómicas AFP y ADR y menos importante que el resto. El aporte neto de ICGC medido a través de la correlación parcial ($0{,}11872^2$) indica que representa solamente el 1,4 % de explicación en la variable ROE.

La variable concentración del principal accionista (Conc) se relaciona positivamente con el valor de la empresa, es decir, a mayor concentración habría mayor valor de la entidad, no coincidiendo con lo esperado.

La variable Pay out (Pay) se relaciona positivamente con ROE coincidiendo con lo esperado y lo concluido por otros autores, lo mismo ocurre con el ratio Deuda sobre Total de activo (Deb).

La variable Ln activo se relaciona negativamente con ROE, es decir, las empresas de menor tamaño tienen mayor valor de la empresa. En el caso de la variable dividendo por acción (Div) la relación es positiva coincidiendo con lo esperado.

Por último, el ICGC se relaciona positivamente con el ROE tal como han concluido Shabbir y Padgett (2008); Benavides (2009, 2012); Benavides y Mongrut, (2010) y Lama (2012), lo que sugiere que, cuanto más adhiera una empresa al cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo mayor es el retorno para los accionistas.

En la Tabla 5 se muestran los coeficientes estimados correspondientes a los Principios componentes del índice general de cumplimiento de gobierno corporativo, ecuación 2. En el modelo 1 se nota un claro efecto del tiempo, al resultar significativas las variables dicotómicas, además, la constante no resulta significativa conjuntamente con AFP, Lev, Pp4, Pp5 y Pp6. En el modelo 2 que se plantea sin intercepción, el Pp2 es negativo lo que significa que a menor derecho de los accionistas es mayor el valor de la empresa lo que resulta contrario a lo esperado y a lo que teóricamente se fundamenta, por lo tanto, el modelo estimado no resulta lógico.

Los resultados de las regresiones correspondientes a las variables ROA, Q1, Q2 y Q3 como valor de empresa, en los modelos definidos con estas variables no queda incluido el ICGC, además el coeficiente de determinación (R^2) es menor a 0,5, por lo tanto, se explica menos de la mitad del comportamiento del valor de la empresa. Lo mismo ocurre cuando se reemplaza el ICGC por los Principios que lo componen. Por tal razón no han sido considerados en el análisis detallado.

Las variables q de Tobin utilizadas (Q1, Q2, Q3) no tienen el mismo comportamiento, representan mediciones diferentes bajo el concepto de oportunidades de crecimiento. Los Q no representan un modelo, ni con el ICGC ni con los principios. Aún cuando, en 2005, Lefort y Walker encontraron una relación negativa y significativa al 0,5% entre la q de Tobin y los derechos de los accionistas.

En todos los modelos definidos, sin excepción, y aunque no resulten ser explicativos del valor de la empresa, sea que la calidad de gobierno corporativo se mida por ICGC o por Principios, siempre quedan incorporadas y son significativas las variables Pay, Lna y Div para explicar el comportamiento del valor de la empresa, aunque no coincidan en el mismo signo de la relación en el caso de Lna. En un reciente estudio referido a Chile, Hoffmann (2013) concluye que el apalancamiento y el pago de dividendos se relacionan positivamente con el valor de la empresa, considerado mecanismos que reducen los flujos de caja libre, y por tanto, limita el posible uso oportunista por parte de los administradores.

Si comparamos los resultados que se obtienen al modelar usando como variable dependiente logaritmo de Capitalización bursátil (Ln Cap) y por otro lado el ROE, en el primer caso encontramos coincidencia con la relación esperada en casi todas las variables cuando se mide la calidad de los gobiernos corporativos separadamente por Principios, excepto en Pp3 y Pp4. En el caso del ROE y midiendo la calidad de gobierno corporativo en general (ICGC), las relaciones resultantes son opuestas a lo esperado. Es posible, que al usar el ROE como variable que mide el valor de empresa, los resultados sean tan distintos de lo esperado debido a los problemas de medición que pueden existir en el caso de economías emergentes (Pombo y Gutiérrez, 2007).

La relación entre la calidad de gobierno corporativo (ICGC y Principios) y la variable de desempeño ROE es mucho más estable en este estudio, a diferencia de lo señalado por Love (2011).

A mayor cumplimiento hay mayor retorno para los accionistas, Padgett y Shabbir (2005) encuentran clara relación entre cumplimiento y las medidas de rendimiento que provienen del mercado, lo que no ocurre con las variables contables (ROA, ROE), en 2008 estos autores encuentran relaciones no significativa y negativa para el ROA, no significativa y positiva en el caso del ROE. Love, 2011, argumenta que la razón de una relación menos significativa puede ser por la discrecionalidad de la información contable y que el mejor gobierno corporativo podría reducirla. Lama en 2012, señala que esto no se cumple ya que encuentra una relación positiva y significativa a través de diferentes medidas (ROA, ROE y rendimiento de mercado accionario).

Las relaciones pueden ser diferentes, según se trate de medidas de mercado o de medidas contables, respecto de otras variables, Padgett y Shabir (2005) encuentran que el tamaño de la empresa está positivamente relacionado con la medida de performance en base contable y lo contrario en base de mercado.

A la luz de los resultados se ha elegido dos modelos, por un lado se usa ROE como variable dependiente, que es explicada parcialmente por el índice general (ICGC) y por otra parte, se utiliza el Ln de la capitalización bursátil para medir el valor de la empresa y como variables explicativas se emplean los Principios de Gobierno corporativo Pp2 al Pp6.

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES VINCULADAS AL INDICE GENERAL

La hipótesis formulada en este estudio ha sido demostrada, porque en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE, medido mediante un índice de cumplimiento, está relacionado positivamente con el valor de la empresa.

El ICGC, aun cuando se relaciona positivamente con el valor de la empresa tiene poca importancia en su explicación, posiblemente porque los componentes del índice no son percibidos en su totalidad como relevantes por parte de los inversionistas.

El dividendo por acción es la variable que tiene mayor importancia en la explicación del valor de la empresa.

CONCLUSIONES POR PRINCIPIOS.

El Principio de gobierno corporativo Derechos de los accionistas (Pp2) tiene una alta importancia relativa en el modelo que utiliza el valor de mercado. En el período estudiado 2001 a 2008, se han fortalecido las leyes y normas que protegen al accionista minoritario, ocurriendo lo contrario que en las empresas de Estados Unidos, donde el mínimo de cumplimiento de gobierno corporativo se ajusta a leyes y normas ampliamente aceptadas, y existe una débil correlación entre calidad de gobierno orporativo y el valor de la empresa (Black, 2001).

Del resto de los Principios de gobierno corporativo solamente el Trato equitativo de los accionistas (Pp3) y el Rol de stakeholders o partes interesadas (Pp4) aparecen como variables del modelo, contribuyendo muy poco a explicar el valor de mercado de la empresa. Llama la atención que no aparezcan variables como la Transparencia y divulgación de la información (Pp5), así como la Responsabilidad del Consejo (Pp6), aunque puede explicarse por la alta concentración de la propiedad

y la existencia de grupos económicos y familiares, que revelan la mínima información exigida legalmente porque ellos como inversionistas conocen cuestiones claves de los negocios y de su administración.

En Chile Pp4 (Rol stakeholders o partes interesadas) resulta negativo en su relación con el valor de la empresa, esto puede deberse a que no hay mayor preocupación por el rol de partes interesadas (stakeholders) más allá de lo que establece la ley (por ejemplo, protección al consumidor, protección a los acreedores). La alta concentración de la propiedad en manos de grupos económicos, en la realidad de un mercado emergente, contribuye a que se le reste importancia al cumplimiento del buen gobierno corporativo.

Además, podría considerarse que la calidad de gobierno corporativo es poco importante para los inversionistas, la razón puede ser lo que evidencian Brown y Caylor en 2009, los inversores no siempre entienden las implicaciones de gobierno corporativo para la valoración de la empresa en el período corriente.

Las empresas de menor tamaño requieren realizar mayores esfuerzos económicos para alcanzar mayor cumplimiento del gobierno corporativo, posiblemente por esto disminuye el valor de la empresa.

Finalmente, se concluye que en general en el período en estudio, el factor menos importante en el valor de la empresa es la calidad de gobierno corporativo, el guarismo del índice corrobora esta afirmación. Y por lo tanto, la hipotésis formulada que en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE estaría relacionado positivamente con el valor de la empresa es validada parcialmente. La falta de un código explícito de gobierno corporativo, y la débil autorregulación contribuyen a la baja importancia de la calidad del gobierno corporativo en la explicación del valor de la empresa.

EXTENSIONES DEL ESTUDIO

Los modelos en los cuales las variables dependientes utilizan datos contables, como es el caso de la q de Tobin, no son explicadas por el ICGC. Esto podría indicar que el mercado captura la calidad del gobierno corporativo, lo que a su vez no queda bien reflejado en las cifras contables preparadas en base a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA). Entonces, es interesante poder replicar este estudio en un período posterior en el cual ocurren dos eventos significativos, el fortalecimiento legal de las normas de gobierno corporativo y la incorporación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en las sociedades anónimas que cotizan en las bolsas chilenas.

En los siguientes estudios robustecer los modelos, midiendo la endogeneidad tal como lo han realizado otros autores. Además, basándonos en Love (2011) estudiar el efecto que produjo la incorporación de la Ley 20.382 en la calidad de los gobiernos corporativos y en el valor de la empresa. Se espera que si ha aumentado el nivel del ICGC, y existe una relación causal del gobierno corporativo sobre el valor de la empresa, este último también debería haber aumentado.

También es interesante estudiar, si la incorporación de las NIIF como modelo contable, la inclusión del Valor Razonable o Valor Justo como modelo de valoración impactan positivamente al valor de la empresa.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ammann, M., Oesch, D. & Schmid, M. (2010). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1692222 or doi:10.2139/ssrn.1692222

Ammann, M., Oesch, D. & Schmid, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence, *Journal of Empirical Finance 18*(1), 36-55.

Aggarwal, R; Erel, I; Stulz, R & Williamson, R. (2007). Do U.S. Firms Have the Best Corporate Governance? A Cross- Country Examination of the Relation between Corporate Governance and Shareholder Wealth. *ECGI European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper N°. 145/2007.

Bauer, R., Guenster, N. & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5 (2), 91–104.

Bebchuk, L., Cohen, A. & Ferrell, A. (2004, 2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies 22*, 783-827.

Bebchuk, L., Cohen, A. & Wang, C. (2011, 2013). Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns. *Journal of Financial Economics*, 108 (2), 323-348.

Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. & Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, *European Financial Management 12*(2), 249-283.

Benavides, J. (2012). Are Governance Practices Associated with good results? The Case of Colombia. Recuperado de http://ssrn.com/abstract=1986196.

Benavides, J. & Mongrut, S. (2009, 2010). Governance codes: Facts or Fictions? A study of governance codes in Colombia. *Estudios Gerenciales, 26*(117), 85-102.

Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance 14,* 257–273

Black, B. (2001).The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review, 2*(2), 89–108

Black, B., de Carvalho A. & Gorga, E. (2012a). 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.

Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006 a). Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12, 660–691.

Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006b). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization, 22*, 366-413.

Black, B. & Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics, 104* (1), 203–226.

Black, B., Kim, W., Jang, H. & Park, K. (2012b). How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea. European Corporate Governance Institute.

Brown, L. & Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy, 25*, 409–434.

Brown, L. & Caylor, M.L. (2009). Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting, 32*(2), 129-144. doi:10.1007/s11156-007-0082-3

Brown, P., Lee, M., Owen, S. & Walter, T. (2009). Corporate Governance and the Long-Run Performance of Firms Issuing Seasoned Equity: An Australian Study. 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009. doi./10.2139/ssrn.1378485

Chong, A & López-de-Silanes, F. (2006). Corporate Governance and Firm Value in Mexico. BID. Workig Paper 564, 1-77. Recuperado http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubwp-564.pdf

Clacher, I., Doriye, E. & Hillier, D. (2008). Does Corporate Governance Matter? New Evidence from the United Kingdom. Draft. Recuperado http://ssrn.com/abstract=1293188

Core, J., Guay, W.R. & Rusticus, T.O., 2006. Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance 61*, 655-687.

Cremers, M. & Ferrell, A. (2013). Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation. Journal of Finance, Forthcoming. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1413133

Cremers, M. & Nair, V. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance, 60*, 2859-2894.

Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research, 46*(5), 1143-1181

Doidge, C., Karolyi, G.A. & R. Stulz. (2004). Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?, *Journal of Financial Economics, 71*, 205-238.

Drobetz, W.; Schillhofer, A. & Zimmermann, H. (2004). Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management, 10* (2), 267-293.

Durnev, A. & Kim, E.H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation. *The Journal of Finance, 60*(3), 1461–1493.

Espinosa, C. (2009). Estructura de propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración, 43*, 41-62.

Espinosa, C & Maquieira, C. (2010). Desempeño y Concentración de la propiedad en empresas chilenas emisoras de American Depositary Receipts (ADR). *Cuadernos de Administración, 23* (40), 95-116.

Famá, R. & Barros, L. (2000). Q de Tobin e seu uso em Financas: Aspectos metodológicos e conceituais.*Caderno de Pesquisas em Administração, Säo Paulo, 07* (4), 27- 43.

Garay, U. & González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance, 16* (3), 194-209.

Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics 118*(1), 107–155.

Grullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?.*Journal of Business, 75* (3), 387-424.

Gutiérrez, L. & Pombo, C. (2007). Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia. Inter-American Development Bank. Research Department. Working Paper #568.

Hillman, A.J. & Keim, G.D. (2001).Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?. *Strategic Management Journal, 22* (2), 125-139.

Hoffmann, P.S. (2013). Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value: panel data evidence for Chilean firms *Review of Managerial Science*, 1-30, doi:10.1007/s11846-013-0115-3

Klapper, L. & Love, I. (2004).Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance, 10*, 703-728.

Klein, P., Shapiro, D. & Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence. *Corporate Governance: An International Review, 13*(6), 769-784.

Lama, Tek B. (2012). Empirical Evidence on the Link Between Compliance with Governance of Best Practice and Firms'Operating Results. *Australasian Accounting Business and Finance Journal, 6*(5), 63-80.

Langebaek, A. & Ortiz, J. (2007). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. *Borradores de Economía, Banco de la República de Colombia*, 447, 1-37.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, & R. Vishny, 2002, Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance 57*, 1147-1170.

Leal, R.P. C. & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate Governance and Value in Brazil (and Chile), *Research Network Working paper # R-514*, 1-80.

Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa?.*Cuadernos de Economía, 40*(120), 207-237.

Lefort, F. & Walker, E. (2005).The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile.

Lefort, F. & Walker, E. (2007). Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile. *The Developing Economies, 45*(3), 283–314.

Love, I. (2011).Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don´t. *The World Bank Research Observer, 26* (1), 42-70.

Padgett, C. & Shabbir, A. (2005). The UK Code of Corporate Governance: Link Between Compliance and Firm Performance. ICMA Centre Finance, Discussion Paper No. DP2005-17.

Pérez de Toledo, E. (2007). Quality of Governance and firm performance: Evidence from Spain, Universitat Autònoma de Barcelona - Dept. Economia de l'Empresa.

Pérez de Toledo, E. (2010). The Relationship Between Corporate Governance and Firm Value: A Simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain. *CAAA Annual Conference 2010*. Recuperado de http://ssrn.com/abstract=1535073.

Price, R., Roman, F., & Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics, 99*(1), 79–96.

Renders, A.; Gaeremynck, A. & Sercu, P. (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, *18*(2), 87–106.

Shabbir, A., & Padgett, C. (2008). The UK Code of Corporate Governance: Relationship between Compliance and Firm Performance, Cranfield Management Research paper Series RP2/08.

Silveira, A., Leal, R., Carvalhal Da Silva, A. & Barros, L. (2007). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil.

Weir, C., Laing, D. & McKnight, P.J. (2002). Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Companies, *Journal of Business, Finance and Accounting, 29*, 579-611

TABLAS

Tabla 1: Correlaciones entre variables dependientes (y) e independientes (x)

	LnCap		Q1		Q2		Q3		ROE		ROA	
Conc	-0,0536		-0,1031	**	-0,0505		-0,0762		0,1322	***	0,2037	***
Valor-p	(0,2693)		(0,0333)		(0,2982)		(0,1162)		(0,0063)		(2,28E-05)	
AFP	0,1879	***	-0,1025	**	-0,0554		-0,0514		-0,1839	***	-0,1744	***
Valor-p	(0,0001)		(0,0344)		(0,2536)		(0,2900)		(0,0001)		(0,0003)	
Pay	0,1491	***	0,2594	***	0,1710	***	0,1620	***	0,3982	***	0,4163	***
Valor-p	(0,0020)		(5,60E-08)		(0,0004)		(0,0008)		(1,23E-17)		(2,76E-19)	
Deb	0,1434	***	0,1936	***	-0,1892	***	-0,0192		0,1328	***	-0,1089	**
Valor-p	(0,0030)		(0,0001)		(0,0001)		(0,6927)		(0,0060)		(0,0246)	
Lna	0,7457	***	-0,1326	***	-0,3319	***	-0,2642	***	-0,0387		-0,1179	**
Valor-p	(8,61E-77)		(0,0061)		(2,06E-12)		(3,09E-08)		(0,4262)		(0,0149)	
Lev	0,0829	*	0,1418	***	-0,2049	***	-0,0487		0,0194		-0,1761	***
Valor-p	(0,0875)		(0,0034)		(2,02E-05)		(0,3159)		(0,6892)		(0,0003)	
Div	0,3566	***	0,4528	***	0,2663	***	0,2944	***	0,5779	***	0,4786	***
Valor-p	(3,24E-14)		(6,34E-23)		(2,39E-08)		(5,81E-10)		(2,50E-39)		(8,96E-26)	
ICGC	0,3920	***	0,0772		-0,0355		-0,0155		0,0719		-0,0111	
Valor-p	(4,26E-17)		(0,1115)		(0,4647)		(0,7502)		(0,1384)		(0,8197)	
Pp2	0,3550	***	-0,0676		-0,0677		-0,0887	*	-0,0835	*	-0,0939	*
Valor-p	(4,25E-14)		(0,1638)		(0,1630)		(0,0674)		(0,0854)		(0,0528)	
Pp3	0,2169	***	-0,0033		0,0041		-0,0069		0,0393		0,0203	
Valor-p	(6,25E-06)		(0,9457)		(0,9336)		(0,8871)		(0,4188)		(0,6757)	
Pp4	0,3094	***	-0,0584		-0,0771		-0,0937	*	-0,0657		-0,0746	
Valor-p	(6,65E-11)		(0,2292)		(0,1119)		(0,0533)		(0,1760)		(0,1242)	
Pp5	0,3932	***	0,0498		-0,0830	*	-0,0694		0,0493		-0,0290	
Valor-p	(3,31E-17)		(0,3047)		(0,0872)		(0,1526)		(0,3101)		(0,5505)	
Pp6	0,2918	***	0,1272	***	0,0001		0,0355		0,1213	**	0,0285	
Valor-p	(8,28E-10)		(0,0086)		(0,9978)		(0,4651)		(0,0122)		(0,5569)	

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 2: Coeficientes de la regresión – ICGC

Variable dependiente Ln Capitalización bursátil

Variables en el modelo	[1]		continuación			Variables en el modelo	[2]	
(Constante)	18,1344	***	Div	0,0026	***	(Constante)	18,1228	***
	(4,36E-141)			(2,58E-10)			(8,20E-150)	
IPSA	0,4942	***	ICGC	-0,4450		IPSA	0,5162	***
	(2,03E-06)			(0,4262)			(1,09E-06)	
Conc	-0,0115	***	D1	-0,2423		Conc	-0,0101	***
	(2,70E-07)			(0,1472)			(1,02E-05)	
AFP	0,0001		D2	-0,3969	**	ADR	0,2895	***
	(0,9806)			(0,0164)			(0,0077)	
ADR	0,3048	***	D3	0,1266		Pay	0,0052	***
	(0,0045)			(0,4322)			(0,0002)	
Pay	0,0047	***	D4	0,2218		Deb	-1,4584	***
	(0,0007)			(0,1634)			(2,45E-08)	
Deb	-0,9613	**	D5	0,2078		Lna	0,4495	***
	(0,0156)			(0,1891)			(4,98E-49)	
Lna	0,4625	***	D6	0,3856	**	Div	0,0029	***
	(2,50E-53)			(0,0148)			(1,33E-11)	
Lev	-0,1052		D7	0,3924	**	ICGC	0,1776	
	(0,1608)			(0,0123)			(0,7461)	
R^2	0,7179					R^2	0,6857	
R^2 corregido	0,7061					R^2 corregido	0,6797	
Error típico estimación	0,8065					Error típico estimación	0,8420	

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al LnCap= Logaritmo natural (número de acciones comunes suscritas y pagadas multiplicado por la cotización al cierre). La calidad de gobierno corporativo, considerada como variable independiente, se mide con la variable ICGC.Esta corresponde al Indice del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE, con valores entre 0 y 1, siendo 1 el mayor nivel de cumplimiento, que se obtiene de la suma de los subindices ponderados.

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis bajo cada coeficiente, corresponden a los valores-p de significación.

Tabla 3: Coeficientes de la regresión - Principios

Variable dependiente Ln Capitalización bursátil

Variables en el modelo	[1]		continuación			Variables en el modelo	[2]	
(Constante)	17,9684	***	Pp3	-0,8785		(Constante)	16,6376	***
	(8,15E-85)			(0,2040)			(7,03E-97)	
IPSA	0,4985	***	Pp4	-0,2259		IPSA	0,5274	***
	(1,70E-06)			(0,4934)			(3,61E-07)	
Conc	-0,0126	***	Pp5	-1,7323	**	Conc	-0,0098	***
	(4,33E-08)			(0,0281)			(3,71E-06)	
AFP	-0,0004		Pp6	-0,0262		ADR	0,3658	***
	(0,9319)			(0,9369)			(9,09E-04)	
ADR	0,3321	***	D1	-0,3909	**	Pay	0,0054	***
	(0,0034)			(0,0455)			(7,79E-05)	
Pay	0,0049	***	D2	-0,5361	***	Deb	-1,3488	***
	(3,72E-04)			(0,0054)			(3,19E-07)	
Deb	-0,8971	**	D3	-0,0834		Lna	0,4346	***
	(0,0299)			(0,6640)			(2,19E-48)	
Lna	0,4670	***	D4	0,0183		Div	0,0030	***
	(2,67E-50)			(0,9225)			(5,15E-13)	
Lev	-0,1143		D5	0,0081		Pp2	3,5945	***
	(0,1295)			(0,9658)			(6,71E-06)	
Div	0,0028	***	D6	0,1871		Pp3	-1,0710	**
	(5,06E-11)			(0,3229)			(0,0413)	
Pp2	2,4260	***	D7	0,2079		Pp4	-0,6317	*
	(0,0051)			(0,2596)			(0,0503)	
R^2	0,7258					R^2	0,7015	
R^2 corregido	0,7116					R^2 corregido	0,6943	
Error típico estimación	0,7990					Error típico estimación	0,8226	

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al LnCap= Logaritmo natural (número de acciones comunes suscritas y pagadas multiplicado por la cotización al cierre). En las variables que miden la calidad del gobierno corporativo, variable independiente, el Indice de cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE (ICGC) es reemplazado por los subíndices Pp2 Derechos de los accionistas; Pp3 Trato equitativo de los accionistas; Pp4 Rol stakeholders o partes interesadas; Pp5 Transparencia y divulgación de la información y Pp6 Responsabilidad del Consejo.
*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis bajo cada coeficiente, corresponden a los valores-p de significación.

Tabla 4: Coeficientes de la regresión - ICGC

Variable dependiente ROE

Variables en el modelo	[1]		continuación			Variables en el modelo	[2]	
(Constante)	0,0807		Div	0,0008	***	(Constante)	0,1269	**
	(0,1985)			(8,53E-36)			(0,0202)	
IPSA	-0,0181		ICGC	0,1444	*	Conc	0,0014	***
	(0,1938)			(0,0581)			(1,56E-06)	
Conc	0,0012	***	D1	-0,0055		AFP	-0,0014	*
	(3,55E-05)			(0,8083)			(0,0515)	
AFP	-0,0014	**	D2	0,0012		ADR	-0,0277	*
	(0,0488)			(0,9576)			(0,0547)	
ADR	-0,0246	*	D3	0,0103		Pay	0,0013	***
	(0,0914)			(0,6379)			(2,05E-11)	
Pay	0,0011	***	D4	0,0252		Deb	0,1401	***
	(2,14E-09)			(0,2444)			(4,21E-05)	
Deb	0,2087	***	D5	0,0211		Lna	-0,0171	***
	(1,23E-04)			(0,3274)			(6,66E-08)	
Lna	-0,0141	***	D6	0,0434	**	Div	0,0008	***
	(6,81E-05)			(0,0436)			(1,52E-37)	
Lev	-0,0159		D7	0,0357	*	ICGC	0,1751	**
	(0,1202)			(0,0937)			(0,0151)	
R^2	0,5121					R^2	0,4958	
R^2 corregido	0,4918					R^2 corregido	0,4862	
Error típico estimación	0,1097					Error típico estimación	0,1103	

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al ROE = Utilidad o pérdida del año dividido por patrimonio al cierre. La calidad de gobierno corporativo, considerada variable independiente, se mide con la variable ICGC. Esta corresponde al Indice cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE, con valores entre 0 y 1, siendo 1 el mayor nivel de cumplimiento, que se obtiene de la suma de los subindices ponderados.

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis bajo cada coeficiente, corresponden a los valores-p de significación.

Tabla 5: Coeficientes de la regresión - Principios

Variable dependiente ROE

Variables en el modelo	[1]		continuación			Variables en el modelo	[2]		continuación		
(Constante)	0,0529		Pp3	0,5021	***	IPSA	-0,0320	**	D1	0,0574	**
	(0,5761)			(7,13E-08)			(0,0130)			(0,0111)	
IPSA	-0,0286	**	Pp4	-0,0215		Conc	0,0013	***	D2	0,0637	***
	(0,0358)			(0,6232)			(2,23E-06)			(0,0047)	
Conc	0,0012	***	Pp5	-0,1475		ADR	-0,0516	***	D3	0,0910	***
	(0,0001)			(0,1573)			(0,0002)			(1,46E-04)	
AFP	-0,0011	*	Pp6	0,0408		Pay	0,0011	***	D4	0,1025	***
	(0,0993)			(0,3516)			(2,39E-10)			(1,30E-05)	
ADR	-0,0453	***	D1	0,0444	*	Deb	0,1552	***	D5	0,1021	***
	(0,0026)			(0,0863)			(3,23E-06)			(1,75E-05)	
Pay	0,0011	***	D2	0,0536	**	Lna	-0,0108	***	D6	0,1238	***
	(7,12E-09)			(0,0352)			(0,0005)			(2,25E-07)	
Deb	0,1889	***	D3	0,0807	***	Div	0,0008	***	D7	0,1114	***
	(0,0006)			(0,0016)			(1,70E-40)			(1,98E-06)	
Lna	-0,0094	***	D4	0,0934	***	Pp2	-0,3435	***			
	(0,0091)			(0,0002)			(0,0002)				
Lev	-0,0122		D5	0,0938	***	Pp3	0,5149	***			
	(0,2230)			(0,0002)			(2,67E-10)				
Div	0,0008	***	D6	0,1165	***						
	(7,21E-39)			(4,43E-06)							
Pp2	-0,2816	**	D7	0,1037	***						
	(0,0139)			(2,65E-05)							
R^2	0,5502					R^2	0,7111				
R^2 corregido	0,5268					R^2 corregido	0,6998				
Error típico estimación	0,1058					Error típico estimación	0,1060				

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al ROE = Utilidad o pérdida del año dividido por patrimonio al cierre. En las variables que miden la calidad del gobierno corporativo, variable independiente, el Indice de cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE (ICGC) es reemplazado por los subíndices Pp2 Derechos de los accionistas; Pp3 Trato equitativo de los accionistas; Pp4 Rol stakeholders o partes interesadas; Pp5 Transparencia y divulgación de la información y Pp6 Responsabilidad del Consejo.

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis ( ), corresponden a los valores-p de significación