



UNIVERSIDAD DE CHILE

FACULTAD DE ECONOMIA Y NEGOCIOS

ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACION

**GOBIERNOS CORPORATIVOS Y REDES DE CONTACTO:
EL CASO DE CHILE (2000-2013)**

**Seminario para optar al título de Ingeniero
Comercial, Mención Economía**

**Participantes:
Cristián Figueroa Peña y Lillo**

**Profesor Guía:
Guillermo Larraín Ríos**

Santiago - 2013

La propiedad intelectual de este trabajo es de su autor y del profesor que lo dirigió.

Agradecimientos

Agradezco al Centro de Regulación y Estabilidad Macrofinanciera de la Universidad de Chile.

Agradezco a Matías Ortiz de Zárate por su buena voluntad e inagotable apoyo durante los seis meses que tardó el seminario.

Agradezco al profesor Guillermo Larraín por haber aceptado guiarme en este desafío académico.

RESUMEN

En este seminario se analizará, en primer lugar, el marco conceptual del Gobierno Corporativo, explicando su importancia sistémica en el funcionamiento de la economía. Se profundizará, luego, en una institución clave dentro de la gobernanza corporativa, como lo es el Directorio y su relación con la Gerencia General, teniendo como marco de análisis a las sociedades anónimas abiertas. Finalmente, hablaremos de las redes de contacto y cómo éstas pueden repercutir en el desempeño de las empresas.

La literatura revisada muestra, en general, una correlación negativa entre las redes de contacto generadas por directores y gerentes generales y el desempeño de las empresas.

El principal aporte del presente trabajo será replicar trabajos extranjeros sobre conectividad entre directores para la realidad chilena. Se calculan dos índices que miden la conectividad de los directores y gerentes generales de una muestra de más de 50 empresas que transan en la Bolsa de Santiago (2000-2013). Los datos sugieren que en nuestro país han aumentado los grados de conectividad entre las cúpulas directivas, lo que podría llegar a ser un signo de alerta para la autoridad regulatoria.

Palabras Clave: Gobierno Corporativo, Directorio, Gerente General, Redes de Contacto, índice de conectividad, Chile.

Contenido

Resumen.....	3
I. INTRODUCCIÓN	5
II. GOBIERNOS CORPORATIVOS, ¿DE QUÉ ESTAMOS HABLANDO?	8
a. Problema de Agencia Vertical	10
b. Problema de Agencia Horizontal	12
III. GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE.....	16
IV. EL CONSEJO DE DIRECTORES	19
V. DIRECTORIOS Y REDES DE CONTACTO.....	25
a. Modelo de control del administrador (<i>Management Control Model</i>)	27
b. Modelo de Hegemonía Social (<i>Class Hegemony Model</i>)	28
c. Modelo de carrera profesional avanzada (<i>Carrer advanced Model</i>)	29
d. Modelo de dependencia de recursos (<i>Resouce Dependence Model</i>).....	30
e. Modelo de Control Financiero (<i>Financial Control Model</i>)	30
f. Modelo de Colusión (<i>The Collusion Model</i>).....	31
g. Teoría de la Colusión Sistémica (<i>The systemic collusion theory</i>).....	32
VI. INTERCONECTIVIDAD EN CHILE.....	38
VII. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN	46
VIII. Bibliografía	48
IX. Anexo.....	54

I. INTRODUCCIÓN

Los Gobiernos Corporativos están relacionados con la forma en que interactúan los distintos actores de una empresa –que puede ser privada o pública, transada en bolsa o no-, de manera que los intereses difusos y muchas veces contrapuestos, estén alineados de la manera más eficientemente posible.

En cualquier economía, sin embargo, existen empresas que podríamos considerar más relevantes que otras por los efectos que producen a nivel agregado. Pues el desempeño de éstas tiene consecuencias a un nivel macroeconómico. Este es el caso de los bancos, instituciones financieras, grandes empresas industriales y, en general, todas aquellas compañías que son transadas en bolsa por el gran flujo de contratos que generan en la economía y porque sus efectos son de carácter sistémico, lo que requiere atención de orden público.

Por esta razón nos interesa de manera especial el Gobierno Corporativo de las empresas que tienen consecuencias –positivas y negativas- a nivel sistémico como lo son las sociedades anónimas abiertas.

Es importante generar y fortalecer las instituciones regulatorias necesarias para que más casos como los de *Enron*, *Tyco*, *Adelphia*, por nombrar algunos ejemplos internacionales, o Chispas, Terra o La Polar, como ejemplos locales, no vuelvan a repetirse o, al menos, sus consecuencias sean más controladas.

Dentro de estas instituciones están las buenas prácticas de Gobierno Corporativo, que tiene como uno de sus principales elementos, el Directorios y su relación con la gerencia general. Ya que son los altos directivos los que toman las decisiones estratégicas y de largo plazo de estas compañías cuyo funcionamiento repercute en todo el sistema económico.

Existe extensa literatura acerca de las características que debe tener la alta dirección de una firma. Existen recomendaciones sobre su tamaño, composición, tareas que debe desempeñar y formas de remuneración. Muchas de estas recomendaciones generadas por la academia han sido acogidas por las leyes de muchos países, incluido Chile, como lo es la Ley de Gobiernos Corporativos¹.

¹ Ley 20.382 vigente desde el 1 de Enero de 2010, que resultó fundamental para que el país ingresara a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Luego de explicar lo que es el Gobierno Corporativo en general, su importancia y cómo ha evolucionado en nuestro país, este seminario intentará profundizar específicamente en la alta dirección de las empresas, es decir, en el directorio y gerencia general y, de manera particular, en la evidencia que existe a nivel mundial sobre cómo las redes de contacto o redes sociales influyen en el desempeño de las firmas.

Finalmente, utilizando técnicas revisadas en la literatura que estudia las redes sociales, se mostrarán ciertos índices que entregan alguna evidencia de cuán conectados se encuentran los directores y gerentes generales en Chile. Para esto se ocupa una muestra de los directores de 58 sociedades anónimas abiertas desde el año 2000 hasta el 2013 información que fue entregada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

II. GOBIERNOS CORPORATIVOS, ¿DE QUÉ ESTAMOS HABLANDO?

En las últimas tres décadas, el término “gobiernos corporativos” ha cobrado especial importancia tanto en el debate académico como en los temas de políticas públicas. En un sentido literal podríamos simplemente entender este concepto como una forma de gobierno de un tipo de organización llamado corporación. No obstante, esta definición minimalista está lejos de explicar todo lo que involucra el término.

Hart (1995) nos dice que el concepto de gobierno corporativo emerge donde existe, en primer lugar, un problema de agencia, es decir, un conflicto de interés y, por otra parte, los costos de transacción que surgen de este problema son tales que la creación de contratos bien definidos se transforma en una tarea difícil de lograr, dado los costos que esto implica. Es lo que se conoce como un problema de contratos incompletos.

Una definición menos teórica y más descriptiva de la realidad es la que nos entrega Lefort y González (2008), quienes definen el gobierno corporativo como el “conjunto de prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la

creación sustentable de valor económico en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial”. Definición que se acerca a lo propuesto por Zingales (1997), quien entiende este concepto como un conjunto de mecanismos y restricciones que intentan regular las negociaciones ex post acerca de las cuasi rentas generadas en las empresas.

Shleifer y Vishny (1997), de manera similar a Zingales (1997), entienden el gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos a través de los cuales los proveedores de recursos de la firma son recompensados con los retornos de estos recursos. Recompensa que debe ser justa y alejada de expropiaciones rentistas de otro involucrado en la empresa.

Lefort y Walker (2000) basándose en las definiciones de Zingales (1997) y de Shleifer y Vishny (1997) explica que un denominador común de ambas definiciones del concepto es la distinción entre decisiones tomadas ex ante (por el aporte de fondos o recursos en general) y ex post (la división y repartición de los beneficios). Entonces, considerando que los contratos nunca van a ser completos debido a la existencia de información asimétrica, en el sentido que es imposible adelantarse a los hechos contingentes, las cuasi rentas existirán y tendrán que ser divididas por

quienes tienen un interés en el desempeño de la empresa² a través de una negociación.

Los diversos temas que se tratan cuando se habla de gobiernos corporativos incluyen los derechos de propiedad y de control sobre la empresa, las relaciones entre los gerentes, los dueños controladores y los dueños minoritarios dentro del marco del problema de agencia, la estructura de capital y las fuentes de financiamiento, los planes de incentivos para la gestión de los administradores, el funcionamiento y rol de los directorios, los inversionistas institucionales y sus efectos en el desarrollo de la compañía, el mercado del producto y el mercado de insumos de la empresa.

Para entender el porqué se recomiendan “buenas prácticas” de gobierno corporativo es importante distinguir entre los dos grandes tipos de problemas de agencia. Existe el problema de agencia vertical y el problema de agencia horizontal.

a. PROBLEMA DE AGENCIA VERTICAL

² Eso es lo que conocemos como *stakeholders*, concepto definido por Freeman (1984) como “quienes pueden afectar –en el sentido amplio de la palabra- o son afectados por el desempeño de una empresa”.

Acá existe un problema de riesgo moral entre los dueños o accionistas y los directores y gerentes (existe este mismo problema en otros niveles de la empresa, no obstante, son los que nos importan para términos de este trabajo).

Este tipo de problema de agencia se presenta especialmente en los países desarrollados con mercados financieros profundos, donde la propiedad de las sociedades anónimas se encuentra atomizada o diluida entre muchos accionistas. Es lo que ocurre en los países anglosajones - especialmente en Estados Unidos y Gran Bretaña-, donde la los incentivos de los propietarios por controlar a la plana ejecutiva se encuentra mermada por lo pequeña que puede ser su participación societaria. Y, por otra parte, los llamados “agentes” o administradores no tienen suficientes incentivos para alinear sus intereses a los de la empresa.

Básicamente, las características que generan el problema de agencia en estos mercados son los siguientes:

- Conducta oportunista por parte de los ejecutivos de la empresa, como planes de retiro exacerbados³, sueldos no sujetos a resultados, gastos excesivos en la mantención de las oficinas, etc.
- Asimetría de información entre los dueños y la plana ejecutiva. Pues la mayoría de las veces son los administradores los que poseen mayor conocimiento del negocio en sí mismo y de lo que pasa al interior de la empresa, dado el bajo involucramiento de los dueños en la gestión de la compañía. Esto llega muchas veces al extremo que los gerentes generales también ocupan el cargo de presidente del directorio.
- Problema de acción colectiva que tienen los accionistas explicada por la heterogeneidad del grupo que los componen, lo que dentro de otras cosas, dificulta el monitoreo de la gestión de la empresa.

b. PROBLEMA DE AGENCIA HORIZONTAL

Cuando la estructura de propiedad está más concentrada como en Europa, Chile y muchos países latinoamericanos, no existe –o, al menos, es menor – el problema de alineación de incentivos entre los dueños del capital

³ Dentro de los cuales podemos encontrar los llamados “paracaídas de oro” o *golden parachutes* que fueron fuertemente criticados durante las crisis subprime.

y los administradores, pues los primeros tienen suficientes incentivos (principalmente, participación en los beneficios) para monitorear el trabajo y esfuerzo (ejemplo clásico del problema de agencia) ejercidos por quienes llevan la gestión de la compañía. En este sentido, el problema de agencia es mucho menor.

No obstante, sí existe un problema de riesgo moral entre quienes poseen esta gran proporción de la propiedad y los accionistas minoritarios, pues puede darse el caso en que el dueño controlador no tenga como objetivo maximizar el valor de la compañía, sino el de su conglomerado, por ejemplo. Es lo que ocurriría en el caso que se entregara un préstamo riesgoso a otra empresa de su propiedad para evitar lo que podría ser una quiebra (Cleassens et al, 2002)⁴.

A pesar de que en las sociedades anónimas la propiedad y la administración están separadas, siendo el Directorio el principal órgano que debe procurar la maximización del valor de la compañía, monitorear a los principales ejecutivos y, tomar y ratificar las principales decisiones (Hart, 1995); existe el problema de que los directores actúen en beneficio del

⁴ Caso de estudio interesante podría ser lo que está ocurriendo con Corpbanca y Unimarc en la actualidad.

dueño controlador en desmedro de los minoritarios u otros problemas de riesgo moral, como por ejemplo, que se acuerde subir el sueldo de los directores cuando el accionista controlador puede ser uno de ellos o un pariente o amigo de éste. Es decir, el directorio puede “ayudar” a expropiar las rentas de la compañía en desmedro de los minoritarios (Jensen, 1976). Este último problema de agencia es el que fue considerado en el Chile de los `90 que derivó en la Ley de OPAs e introdujo el concepto del llamado “director independiente”, además de regular fuertemente las transacciones entre partes relacionadas.

Este problema de agencia horizontal se da con mayor facilidad en los mercados poco desarrollados, con sistemas regulatorios ineficaces y un mercado financiero poco profundo que facilita la existencia de grandes conglomerados con empresas en distintas industrias con una estructura de propiedad muy concentrada. En estos casos, los esfuerzos de buenas prácticas en Gobierno Corporativo deben procurar minimizar la expropiación de rentas desde los controladores en contra de los minoritarios (Roe, 2004).

En ambos problemas de agencia existe un problema de riesgo moral o de intereses no alineados entre el principal y el agente, por lo que hay que generar los incentivos necesarios al agente de manera que sus decisiones favorezcan al principal. La solución más estudiada en la literatura es entregar un salario sujeto a resultados. La diferencia entre ambos problemas es que en el caso de asimetría vertical, el rol de agente lo cumple el administrador o gerente general⁵, mientras que en el tipo horizontal, es el dueño controlador (o grupo de accionistas mayoritarios) y, muchas veces, también los directores.

Así, un buen gobierno corporativo debe minimizar los problemas de agencia que pueden surgir en el funcionamiento de una empresa, alineando incentivos entre los accionistas o dueños y todos los grupos de interés involucrados (*stakeholders*) que pueden participar directamente en la empresa –como sería un trabajador-, o indirectamente –como podría ocurrir con un grupo medioambientalista.

⁵ Que en el caso de empresas internacionales reciben el nombre de *Chief Executive Officer* o CEO.

Esta relación compleja entre los dueños, directores, altos ejecutivos y, en general, todos los grupos de interés de la compañía es lo que recibe el nombre de Gobierno Corporativo.

III. GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE

El desarrollo del Gobierno Corporativo debe su importancia al hecho que es central para un buen funcionamiento del mercado de capitales, el cual, a su vez, es fundamental en el financiamiento de proyectos de inversión de las empresas (Agosín y Pastén, 2003) y para el desarrollo económico agregado. Todos los mercados sufren de asimetrías de información, y éste no es una excepción, por lo que un buen sistema de gobiernos corporativos, sin duda contribuye a transparentar los mercados y a profundizar el mercado de capitales, muy necesario para alcanzar y mantener el desarrollo económico.

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

problemas a la hora de encontrar recursos para proyectos de inversión no siempre tradicionales.

Como un punto a favor, tenemos un mercado de inversionistas institucionales considerable que se debe principalmente a la reforma de pensiones de 1981 que crea las AFPs (Asociación de Fondos de Pensiones), más aún, cuando estas compañías comienzan a invertir en renta variable entre 1984 y 1987. Su principal virtud, en cuanto al tema de gobiernos corporativos, es que contribuyen con los llamados “directores independientes”⁶ o *outsiders*, quienes actúan como garantes de la transparencia, fiscalización y monitoreo de las compañías, aunque con limitaciones.

⁶ La Ley en Chile define a los directores independientes como aquellos que restando los votos de los accionistas mayoritarios, igualmente hubiesen sido elegidos directores. Además deben cumplir una serie de condiciones relacionadas básicamente con no tener ningún tipo de relación ni vínculo económico o consanguíneo con la alta dirección o con los socios controladores. Esto junto con no haber tenido intereses económicos en la compañía 18 meses antes de su nombramiento.

Sin embargo, los accionistas mayoritarios muchas veces tienen incentivos en votar por los llamados directores profesionales (Mak y Roush, 2000), que sería un segundo tipo de director independiente, pues tampoco tienen vínculos con la familia o grupo controlador. Reciben este nombre porque normalmente han tenido una destacada carrera profesional en el sector público, académico o de los negocios.

Otro elemento que ha contribuido a mejorar las prácticas de Gobiernos Corporativos en Chile es el crecimiento del mercado accionario mediante los instrumentos de ADRs⁷.

Ya dijimos que el problema de agencia que vivimos en Chile es del tipo horizontal. Pues bien, en directa relación con esto, el tipo de Gobernanza corporativa que tenemos es interno o *insider*, al igual que en Europa continental. Desde esta perspectiva, nuestro mayor problema corporativo sería la extracción de rentas del accionista mayoritario o controlador en perjuicio de los minoritarios, lo que contribuye negativamente con la liquidez del mercado accionario y a la economía en su conjunto.

A pesar de que Chile se basa en el sistema legal francés, ha evolucionado en la dirección correcta con leyes que entregan un alto grado de protección a los inversionistas minoritarios⁸. Leyes que intentan evitar casos como el llamado “Caso Chispas” o el “Caso Terra”, donde la

⁷ *American Depositary Receipt*, es un título que permite a empresas extranjeras ser transadas en el mercado estadounidense, por lo que se tienen que adaptar a la regulación de éste.

⁸ Desde Laporta et al. (1997, 1998 y 1999) se considera que una ley que protege a los inversionistas minoritarios mejora las prácticas de Gobiernos Corporativos y contribuye a profundizar el mercado de Capitales.

extracción de las cuasi rentas por quienes poseían una posición dominante fue escandalosa frente a los ojos de la ciudadanía, pero no siempre frente a la justicia.

El ejemplo más reciente que tenemos es el “Caso La Polar”, sin embargo, éste lo podríamos catalogar como un problema de agencia vertical, pues al momento del escándalo no tenía un claro socio controlador y fueron los principales gerentes o CEOs los que abusaron de su posición extrayendo cuasi rentas de todos los accionistas –que no tenían mayores incentivos en fiscalizar-, que terminó por destruir casi totalmente el valor de la compañía.

IV. EL CONSEJO DE DIRECTORES

En el régimen de propiedad común en que funcionan las sociedades anónimas, los dueños o accionistas separan la propiedad de la administración. Delegan su autoridad y parte de su responsabilidad en un directorio que los representa, organismo que es elegido a través de la junta de accionistas mediante votación. Mecanismo que, en Chile y en la mayoría de los países desarrollados y en vías de desarrollo, busca mantener la relación de “una acción - un voto”, de manera que las decisiones de la junta

de accionistas se basen en un instrumento que actúe de manera proporcional al capital de quienes ejercen el derecho a voto.

Junto con las Juntas de accionistas, el directorio es la principal institución de gobierno de las compañías y, por tanto, debe ser también una de las principales instancias para minimizar el eventual problema de agencia que surge en la gestión de una empresa, de manera que cada parte relacionada reciba un “pago justo” de lo que le corresponde⁹.

El directorio actúa en representación de todos los accionistas y, por tanto, debe actuar en vistas a una generación sustentable de valor. Su principal función es la de actuar como monitor de los administradores más importantes y ratificar las principales decisiones (Hart, 1995), en especial aquellas que dicen relación con la estrategia de la empresa en el largo plazo.

La estructura del directorio depende en gran parte de los potenciales problemas de agencia a los cuales tiene que responder el gobierno corporativo. Así, en los países anglosajones (Estados Unidos e Inglaterra), donde el problema de agencia es vertical, la principal diferencia entre directores está dado por quienes son o no directores ejecutivos. Los

⁹ Ver Lefort y González (2008).

primeros tienen a su cargo la dirección de la empresa y es razonable pensar que estos se monitorean a sí mismos, pues su prestigio y salario depende de los resultados de la compañía.

Por otro lado están los directores no ejecutivos (*nonexecutive directors* o *outsiders*) que normalmente pertenecen a varios directorios más y, por tanto, no tienen especial incentivo en dedicarle demasiado tiempo a una compañía específica. No obstante, su tarea resulta clave, pues actúan principalmente como fiscalizadores y monitores de los ejecutivos como explican Fama (1980) y, Fama y Jensen (1983), lo que es muy relevante para evitar casos como el reciente fraude de la empresa La Polar en Chile u otros como el de *World Com* y *Enron* en EE.UU.

Son ocho las funciones clave que debe desempeñar un directorio según los Principios de Gobierno Corporativo entregadas por la OECD, a saber¹⁰:

1. La revisión y orientación de la estrategia de la empresa, de los principales planes de actuación, de la política de riesgos, de los presupuestos anuales y de los planes de la empresa; el

¹⁰ Información disponible en www.oecd.org.

establecimiento de objetivos en materia de resultados; el control del plan previsto y de los resultados obtenidos por la empresa; y la supervisión de los desembolsos de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía.

2. El control de la eficacia de las prácticas de gobierno de la sociedad, y la introducción de los cambios necesarios.
3. La selección, la retribución, el control y, en su caso, la sustitución de los directivos principales, además de la supervisión de los planes de sucesión.
4. El alineamiento de la retribución a los directivos principales y miembros del Consejo con los intereses de la sociedad y de los accionistas a largo plazo.
5. Garantizar la formalidad y transparencia del proceso de propuesta y elección de los miembros del Consejo.
6. El control y gestión de conflictos potenciales de interés entre directivos, miembros del Consejo y accionistas, incluida la utilización indebida de los activos de la empresa y los abusos en operaciones de partes vinculadas.

7. Garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la sociedad, incluida la auditoría independiente, y la disponibilidad de sistemas de control adecuados y, en particular, de sistemas de gestión del riesgo, de control financiero y operativo, y garantizar la adecuación de estos sistemas a la ley y a las normativas aplicables.
8. La supervisión del proceso de revelación de datos y de las comunicaciones dentro y fuera de la compañía.

Conociendo las tareas principales que desempeña un directorio en una compañía, parece razonable preguntarnos qué características debe tener un directorio de manera que pueda realizar sus funciones de “principal órgano de administración de la empresa” correctamente.

Sabemos que la razón de existencia del directorio es actuar en representación de los accionistas y, por tanto, deben guiar todas sus

acciones de manera diligente con el propósito de impulsar el valor de la empresa, basando sus decisiones en el beneficio del interés social¹¹.

Una de las principales características para que el directorio actúe con eficiencia es que éste sea independiente en el sentido más amplio de la palabra (incluyendo el término “separación” entre los gerentes generales y el directorio). Se requiere independencia del dueño controlador, para evitar el problema de agencia entre controladores y minoritarios (horizontal); independencia del CEO o gerente general, de manera que este no capture al directorio e independencia entre ellos mismos, de manera que no pueda actuar coludidamente para beneficio de ellos mismos o del dueño controlador (que muchas veces también es parte del directorio).

Claramente esta independencia no puede ser total, sin embargo, hay que ir en esa dirección. Existe evidencia de los múltiples beneficios que traen los llamados directores independientes en las compañías, especialmente en aquellas donde por distintas razones los conflictos de interés hacen más evidente los eventuales problemas de gobernanza corporativa, es decir, de extracción de cuasi rentas. En estos casos, muchas

¹¹ Como manda la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas.

veces son los mismos controladores quienes procuran instalar en el directorio miembros profesionales o independientes que entregan tranquilidad al resto de los inversionistas, pues existe cierta evidencia que los conflictos de interés son penalizados por los inversionistas y que, desde el otro punto de vista, señales de buen Gobierno Corporativo son reconocidas en el mercado accionario¹².

V. DIRECTORIOS Y REDES DE CONTACTO

A partir del año 2008 se empezó a investigar en EE.UU. y otros países del mundo desarrollado cuál fue la responsabilidad de los directorios y altos ejecutivos en la catastrófica crisis *subprime* y qué se podía hacer para incrementar las buenas prácticas de gobierno corporativo en un contexto de interconexión económica dada por la globalización nunca antes visto.

Las acciones de unos pocos pueden repercutir no sólo en una empresa, mercado o economía específica, sino que en todo el mundo; acciones que pueden ser en beneficio de todos o perjudiciales para todos, si

¹² Por ejemplo, Black et al. (2006) muestra para Corea del Sur una correlación positiva entre la Q de Tobin de la empresa y la proporción de directores independientes de esta misma. Lo mismo muestra Lefort y Urzúa (2007) para empresas chilenas.

se trata de compañías muy relacionadas, como pueden ser las sociedades anónimas abiertas de cualquier tipo, los bancos e instituciones financieras.

En este contexto, se comienza a estudiar cuán meritocrática o competitiva (para decirlo en términos de económicos) es la elección de directores y si esta existencia o no de meritocracia influye en el desempeño de las compañías.

En otras palabras, cuánto afecta el hecho de que un director esté “bien relacionado” para poseer un puesto en el principal órgano de administración de una empresa y, por otra parte, si estas relaciones o redes de contacto influyen en la generación de valor de una compañía.

Posibles explicaciones y revisión literaria

Existen distintos modelos que intentan explicar porqué las redes de contacto son ocupadas y valoradas en los directorios y cómo estas interconexiones pueden afectar el gobierno corporativo de una empresa. Ninguno de estos modelos tiene una base teórica clara y desarrollada, sino que se basan más bien en la intuición, por un lado y, por la evidencia empírica, por otro.

Las interconexiones entre directores se pueden abarcar básicamente desde dos perspectivas: de manera indirecta, es decir, como interconexiones institucionales; y de manera directa, atendiendo las relaciones entre los mismos directores.

Así, podemos dividir los siete modelos explicativos, que sintetiza de manera muy correcta Drago et al. (2011), dentro de estos dos grupos, donde hay tres que abarcan el problema desde un punto de vista individual y cuatro desde los intereses institucionales.

a. MODELO DE CONTROL DEL ADMINISTRADOR (*MANAGEMENT CONTROL MODEL*)

Algunos autores como Palmer et al. (1983) y Ornstein (1984) detectaron evidencia -para EE.UU. y Canadá, respectivamente- que muestra que las conexiones individuales priman por sobre las institucionales a la hora de generar vínculos entre empresas. Esto se hizo, por ejemplo, viendo si perduraba una relación institucional cuando desaparecía (por rotación, muerte, etc.) el director perteneciente a los dos asientos. Respuesta que la mayoría de las veces era negativa.

En esta misma línea, Hallock (1997) muestra que existe una correlación positiva entre el salario de los CEOs y el hecho de que existan interconexiones entre directorios. El salario se ve incrementado en un 17%, en promedio.

Autores como Weisbach (1988) muestran que las decisiones de cambio de CEO están relacionadas con el Gobierno Corporativo; pues bien, el mismo autor encuentra evidencia que muestra que la rotación del CEO, frente a malos resultados, es más probable mientras más sean los directores externos en el directorio¹³. Fitch y White (2005), al igual que Barnea y Guedj (2008), encuentran una correlación negativa entre el número de interconexiones y la rotación de CEOs. Finalmente, al igual que Cochran et al. (1985), Drago et al. (2011) encuentra una relación positiva entre el nivel de *golden parachute* para los administradores principales y las interconexiones entre directorios.

b. MODELO DE HEGEMONÍA SOCIAL (*CLASS HEGEMONY MODEL*)

Autores como Mills (1956), en un ensayo crítico de la estructura social estadounidense llamado “*The Power Elite*”; Useem (1984), en un

¹³ Es decir, independientes o profesionales.

estudio socioeconómico y Krazmarz y Thesmar (2006), más recientemente, han creado teorías o encontrado evidencia que explican las interconexiones entre directorios como un resultado de cohesión social entre quienes pertenecen a la clase social alta. Se pueden considerar las relaciones entre directores como un resultado de patrones relacionales. Pues como explican los autores, ellos van a los mismos club de golf, comparten las mismas creencias y valores, o incluso, la misma visión política. También está bien estudiado que muchas veces pertenecen a las mismas universidades y, más aún a los mismos colegios.

c. MODELO DE CARRERA PROFESIONAL AVANZADA (*CARRER ADVANCED MODEL*)

De acuerdo a autores como Stockman et al. (1988), Zajac (1988) y Perry y Peyer (2005), son los intereses de cada director considerado de manera individual, los que explican la formación de redes interconectadas entre los directorios de las firmas. La teoría propone que las interconexiones son el resultado de básicamente tres intereses: compensación, prestigio y futuras oportunidades de trabajo. En base a estos intereses individuales, explican los autores, se formarían las redes entre las distintas empresas.

d. MODELO DE DEPENDENCIA DE RECURSOS (*RESOURCE DEPENDENCE MODEL*)

Propuesto por Selnick (1947), es el primer modelo que considera las interconexiones entre directores como un instrumento de las instituciones para estar conectadas. El modelo sugiere que las instituciones, es decir, las compañías, intentan reducir la incertidumbre a la que se ven sujetas (relacionada con los *stakeholders*, condiciones macroeconómicas, etc.) ocupando como instrumento o recurso a los directores.

Un ejemplo es lo que ocurre con la integración vertical u horizontal con empresas que pertenecen a la misma industria, donde la existencia de un director con conexiones en distintos directorios puede ser útil para evitar, por ejemplo, una adquisición hostil. Otro ejemplo, es el papel que juegan los directores relacionados con bancos al momento de tener que pedir un préstamo.

e. MODELO DE CONTROL FINANCIERO (*FINANCIAL CONTROL MODEL*)

Partiendo del hecho que el capital es el recurso más importante para empezar y mantener cualquier negocio, este modelo explica las interconexiones como un instrumento para facilitar el acceso al capital. Los

autores que han propuesto este modelo se basan en evidencia que muestra la gran cantidad de conexiones a nivel de alta dirección entre compañías industriales y bancos.

Así, el director con asiento en el banco y una empresa determinada reduciría la asimetría de información entre éstas, por lo que la empresa podría verse beneficiada a la hora de pedir más crédito, y el banco puede monitorear el uso de la deuda con mayor seguridad. No obstante, los conflictos de interés del director interconectado y, por tanto, de ambos directorios, aumenta considerablemente.

f. MODELO DE COLUSIÓN (*THE COLLUSION MODEL*)

Las conexiones entre directorios son un canal, explican los autores, que permiten la creación de acuerdos en un alto nivel ejecutivo en contra de los consumidores. Un director compartido permite crear y mantener un cartel con mayor facilidad.

Existe amplia evidencia que muestra una correlación positiva entre una industria concentrada y la creación de vínculos horizontales, no

obstante, también hay estudios que indican que en industrias demasiado concentrada, la necesidad de buscar interconexiones es menor¹⁴.

g. TEORÍA DE LA COLUSIÓN SISTÉMICA (*THE SYSTEMIC COLLUSION THEORY*)

Esta teoría es propuesta por Drago et al. (2008 y 2009) donde encuentra que para Italia, Alemania y Francia, a diferencia de EE.UU: e Inglaterra, existe una gran cantidad de interconexiones entre directorios de compañías que transan en la bolsa de valores y estas conexiones están concentradas en unos pocos directores. Así, en empresas que no necesariamente pertenecen al mismo mercado están coludidas por de manera “sistémica” por un grupo de accionistas que buscan expropiar rentas de los accionistas minoritarios.

Literatura reciente y eventuales problemas de las redes sociales

Un trabajo eminente sobre el tema, es el desarrollado por Barnea y Guedj (2008) quienes demuestran, ocupando un panel de datos de 1500 firmas del S&P entre los años 1996 y 2004, que las redes sociales entre

¹⁴ Ver Pennings (1980) o Burt (1983).

directores afecta el Gobierno Corporativo de las distintas empresas y, además, afecta las características del Consejo de Directores.

En concreto, encuentran que las empresas con más directores conectados, es decir, con los directores más centrales en las redes de contacto, el salario del CEO es más alto y menos sensible al desempeño de la firma. También, tienen una rotación poco sensible al desempeño agregado y una probabilidad menor de ser echados de sus cargos. Más aún, la probabilidad de lograr algún asiento en otro directorio en el futuro es mayor que la del promedio.

Estos autores se basan en un análisis similar realizado por Hochberg et al. (2007) y Kuhen (2005), quienes logran construir un índice que reúne distintas dimensiones de conectividad. Esta medida captura cuán bien conectado está un director y la calidad y predominancia de éste en las redes.

El principal resultado del estudio es que las firmas que tienen directores más y mejor conectados, presentan una débil gobernanza corporativa.

La intuición que llevó a hacer esta investigación se explica principalmente por dos motivos:

En primer lugar, está el evidente beneficio de pertenecer a un grupo social determinado o a un club, más si éste forma parte de la élite. Un ejemplo que dan los autores es la pertenencia al Alumni de una universidad que sabemos que facilita la búsqueda de trabajo o las oportunidades de inversión (por ejemplo, en la búsqueda de financiamiento. Esto no es ningún secreto, basta con revisar cualquier ranking de MBAs, donde uno de los ítems con mayor peso es la red de contacto que entrega la universidad. El hecho de que un individuo se sienta parte de un grupo, sin duda debe afectar el comportamiento de éste en lo relacionado con este grupo. De hecho, normalmente esto genera una protección recíproca entre quienes se reconocen parte de un determinado grupo social (país, familia, colegio, curso, amigos, etc.). Pues, los directores, explican los autores, también pueden verse afectados por este comportamiento propio de los seres humanos, por lo que su lugar puede estar más relacionado con su compadrazgo y sentido de pertenencia a esta élite de administradores de empresas, más que a su profesionalismo y méritos personales.

Por otra parte, el hecho de elegir ciertas variables y no otras se debe a la imposibilidad de conocer las características y performance propia de cada director, no obstante, sí se pueden tener ciertos resultados y características

de la empresa en general, y del directorio en particular como *proxys* de sus decisiones.

Los resultados de este estudio fueron los siguientes: en relación con la primera hipótesis, se demuestra que, *ceteris paribus*, los salarios y compensación total de los CEOs de las empresas del primer quintil de conectividad son entre un 11% y 13% mayores que los de las empresas del quintil inferior. Por otra parte, la sensibilidad al desempeño de la empresa de estas compensaciones son 21% menor en el caso de las empresas con directores bien conectados.

En cuanto a la rotación de CEOs, se encuentra, en primer lugar, que la probabilidad de ser despedido de aquellos que pertenecen a las empresas del quintil más conectado es 24,5% menor que en el caso de quienes pertenecen a los directorios peor conectados. Resultados que se obtienen luego de controlar por características de cada firma.

Finalmente, así como se espera un comportamiento especial desde el directorio hacia los CEOs o gerentes generales, la intuición nos dice que también debería haber un trato especial desde estos últimos hacia los directores. Los CEOs deberían tener cierta preferencia en la nominación de

directores bien conectados por sobre el resto. De esta manera, controlando por características de cada director, se obtiene que la probabilidad de un director bien conectado de recibir un asiento en otro directorio el próximo año es 68% superior que la de un director que no está bien conectado (4,2% vs 2,5%).

Otro estudio interesante es el de Drago et al. (2011), quienes encuentran para Italia –economía con características y regulación similar a la chilena- que las conexiones entre directorios están negativamente relacionadas con el desempeño de las firmas. Esto sería consistente con la estructura propia de las empresas italianas, dicen los autores, las cuales estarían más interesadas en expropiar cuasi rentas a los accionistas minoritarios que en incrementar las utilidades de la firma. En este contexto, los directorios conectados serían parte de la estrategia para conseguir este propósito (Italia, al igual que Chile, basa sus leyes en el derecho francés, el cual es deficiente en la protección de inversionistas minoritarios en contraposición con el derecho anglosajón).

También encuentran que la progresiva reducción del número de directorios múltiples produce sólo una leve dispersión de las redes de las

compañías (este era uno de los propósitos de la ley de reforma a los gobiernos corporativos introducida en el período de la muestra). A pesar de la llamada “Ley Draghi” introducida en 1998, que tenía como principal objetivo proteger a los accionistas minoritarios y abrir el mercado accionario a través de una reforma al gobierno corporativo, la estructura de redes entre firmas se mantuvo casi inalterada a través de los años.

Para hacer esto, ocupan una muestra que considera las principales compañías del mercado accionario durante los años 1998 y 2007. Ocupan una base de datos de la Bolsa de Milán obtenida de la CONSOB¹⁵ de la cual obtienen información sobre el desempeño de las firmas (150 variables distintas) que relacionan con distintas medidas de interconexión entre los directorios de éstas.

En una línea similar se encuentra el estudio de Krazmarz y Thesmar (2006), quienes entregan evidencia principalmente sobre dos puntos. En primer lugar, que las relaciones sociales pueden afectar fuertemente la composición de un directorio y, por otra parte, puede ser perjudicial para el gobierno corporativo. Los datos ocupados son de directorios ejecutivos y

¹⁵ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, el equivalente a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

externos de compañías listadas en la Bolsa de París entre 1992 y 2003 emparejados con información de los mismos directores y del desempeño financiero de las empresas que forman parte.

El resultado principal es elocuente: las firmas con mayor presencia de directores socialmente conectados son, en promedio, menos productivas. Más específicamente, dicen los autores, que los directores de formación privada (en contraposición a quienes vienen del sector público) son menos propensos a dejar sus cargos de CEO cuando la empresa no ha cumplido las expectativas. Por otra parte, los burócratas (con trayectoria en el sector público) son más propensos a acumular directorios y, mientras mayor es esta acumulación, peor es el desempeño de las firmas que estos dirigen. Finalmente, también evidencian que el valor creado por las adquisiciones hechas por burócratas, es menor.

VI. INTERCONECTIVIDAD EN CHILE

Mediante una base de datos provista por la Superintendencia de Valores y Seguro compuesta por más de 50 sociedades anónimas que transan en la Bolsa de Santiago, de diversas industrias, incluyendo las 6 Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), pero excluyendo los

bancos, quisimos averiguar qué tan interconectado están los directorios de estas compañías y cómo ha evolucionado esto a través de los años.

Los datos nos entregan todos los presidentes, vicepresidentes, directores y gerentes generales de estas sociedades anónimas abiertas (excluyendo directores suplentes, representante legal y gerentes de finanzas) durante un período comprendido entre el año 2003 y mayo del 2013. La muestra consta de 804 directores y 119 gerentes generales.

Con esta información realizamos dos índices de centralidad. El primero corresponde al Grado de Centralidad¹⁶ (no normalizado y normalizado), mientras que el segundo corresponde a la Centralidad de Bonacich o del Vector propio o de conectividad (normalizado)¹⁷. Ambos, son 2 de los 4 índices ocupados con mayor frecuencia en los estudios de redes sociales¹⁸.

Desde mediados del siglo pasado que se ha estudiado la centralidad en las relaciones humanas, siendo Bavelas (1948) el primero en estudiarla.

¹⁶ *Degree Centrality.*

¹⁷ *Eigen Vector Centrality o connectedness.*

¹⁸ Estos y otros índices son explicados por Freeman (1979).

Al autor le interesaba la comunicación entre grupos y cómo ésta influye en las relaciones grupales.

En la actualidad, existen distintas medidas de centralidad que son ocupadas para estudiar las redes sociales. No existe unanimidad ni en sus interpretaciones, ni en cuál es un mejor índice. No obstante, la intuición nos dice que aquellos individuos que tienen un mayor nivel de contactos, es decir, que dentro de la estructura de redes son más centrales por la mayor cantidad de conexiones que tienen, tienen al mismo tiempo mayor poder.

Grado de Centralidad (*degree centrality*)

La intuición de esta métrica se basa en que los individuos más centrales, es decir, con mayor cantidad de vínculos, se encuentran en una posición ventajosa con respecto a los demás, lo que permite mayores oportunidades de intercambio, de ejercer influencia, de ser un actor relevante, como explica Hochberg et al. (2007). Lo que en el caso de directores y gerentes generales, ya sabemos en qué se traduce.

Así, en base a una matriz formada por los directores de las empresas consideradas para cada año: sea A_{ij} , si el director i y el director j se

sientan en el año en un mismo directorio y , si esto no ocurre, el *degree centrality* será , para cada . Para hacer comparaciones relativas a cada año, se normalizará este índice dividiendo por el mayor número de vínculos existentes en un año en particular, es decir por , donde es el número de vértices o conexiones.

Conectividad (*connectedness*)

Esta forma de medir la interconectividad se basa en una intuición similar al grado de centralidad, no obstante, intenta incorporar a la medición la “calidad” de las conexiones o contactos entre directores.

Es decir, para esta métrica, un director A, que tiene la misma cantidad de conexiones directas que un director B, podría presentar un mayor grado de centralidad que este último si sus “contactos” presentan, a su vez, más conexiones que los del director B.

Para hacer esto, ocupamos, al igual que Hochberg et al. (2007) y Barnea y Guedj (2008), una medida de conectividad o cercanía (*closeness*) que corresponde al vector propio de centralidad propuesto por Bonacich (1972, 1987). En términos formales, el vector propio corresponde a

, donde tiene la misma explicación que en el caso del *degree centrality* y corresponde al vector propio asociado al director. Este índice también se normaliza ocupando el mayor valor de cada año.

Los Datos

Walker y Urzúa (2000) nos muestran evidencia del sostenido aumento de la concentración de propiedad en las sociedades anónimas abiertas. El porcentaje de acciones de los grupos mayoritarios sería incluso mayor que el necesario para ejercer el control en estas empresas –es decir, mayor al 50%- lo que se puede entregar como argumento para descartar la posibilidad de que los grupos económicos chilenos buscan extraer las cuasi rentas de los minoritarios, más que aumentar el valor de sus empresas. De otra manera, ¿para qué tener más de lo necesario?

Los mismos autores establecen una significativa correlación entre la proporción de directores independientes y el valor de la empresa, luego de controlar por las características de cada industria y otros factores endógenos. De esto último, aparentemente se han percatado los grandes grupos económicos chilenos, pues junto con la concentración de la

propiedad, ha aumentado la proporción de directores independientes y profesionales dentro de las empresas que transan en bolsa.

Sin embargo, con nuestra investigación, podemos agregar que junto con aumentar la concentración y la cantidad de directores independientes, ha aumentado el nivel de interconectividad entre los directorios. Es decir, cada vez son más las empresas en Chile que comparten directores con otras empresas.

Más aún, podemos decir lo mismo de los gerentes generales. La cantidad de gerentes generales que ocupa un puesto en el directorio de otra compañía, también ha aumentado.

Si a principios de este siglo el promedio de directorios por individuo era de 1,11 y el director con más asientos no tenía más de 3, a principios del año 2013, el promedio de asientos es de 1,23, y el director con mayor presencia ya participa en 5 mesas¹⁹.

Si bien el caso de los gerentes es menos llamativo cuantitativamente hablando, sí fortalece esta tendencia en la alta cúpula empresarial. En los primeros 2 años de la muestra, no existía ningún gerente que formara parte

¹⁹ Ver Anexo 1.

de más de un directorio. Con los años, fueron cada vez más los gerentes generales que llegaban a estar en 2 directorios, lo que se traduce en un incremento considerable de la media llegando a un máximo de 1,29 directorios en el año 2012. Aun más elocuentes son las cifras del número de gerentes con algún directorio. El primer año de la muestra sólo existía un gerente que fuera parte de algún directorio, mientras que para el año 2013, ya son 8, al igual que en 2011 y 2009²⁰.

La misma tendencia se puede apreciar al observar el índice de *degree*. Para el año 2000, el promedio anual (obtenido luego de calcular el promedio de cada empresa) es de 6,29, es decir, el “director promedio” de ese año no pertenecía a más de un directorio. Si bien este índice presenta una leve disminución al principio, para el año 2013, el promedio anual es de 12,76, el doble. En promedio, un director está conectado con casi 13 directores. Esto es lo que podemos apreciar en el anexo 3. El *Degree* normalizado, si bien presenta grandes variaciones, se mantiene más estable con el pasar del tiempo –desde 0,3 en el año 2000 a 0,29 en el año 2013²¹. Esto puede deberse a que si bien ha ido aumentando el número de directores

²⁰ Ver Anexo 2.

²¹ Ver Anexo 3.

con más de un asiento, el máximo de asientos por año también ha aumentado (por lo que ha crecido tanto el numerador como el denominador del índice)²².

También podemos ver que, en general, las empresas con directorios más conectados, se mantienen “líderes” en este aspecto a lo largo del tiempo. Esto último tiene mucho sentido a la luz de la intuición y de la literatura revisada²³. Pues sabemos que la probabilidad de que un director “bien relacionado” deje su asiento es baja, y si esto llegara a pasar, la intuición nos dice que muy probablemente llegaría otro director con un nivel de contactos –es decir, de “centralidad”- similar al de los demás directores.

Finalmente, parece importante mencionar que, al menos en cuanto a directores independientes se refiere, los Fondos de Pensiones no sólo contribuyen al mercado proponiendo la mayoría de los directores independientes en las empresas en que ellos invierten, sino que además dan el ejemplo, manteniendo durante los años directores exclusivos para estas importantes empresas del mercado financiero chileno.

²² El índice normalizado presenta mayor utilidad para hacer comparaciones intra-anales que inter-anales, lo que puede ser un desafío para un futuro trabajo.

²³ Lo que se puede apreciar gráficamente mirando los mapas de conexiones del apéndice 6.

VII. CONCLUSIONES Y DISCUSIÓN

El tema de los Gobiernos Corporativos es, sin dudas, uno de los aspectos más importantes para el desarrollo económico de un país. Por esta razón, se presenta como un desafío relevante por mejorar especialmente en los países subdesarrollados como Chile.

Las instituciones más importante en la toma de decisiones y gestión de las compañías, corresponde al directorio y a la gerencia general. Desde esta perspectiva parece clave mejorar las buenas prácticas de gobernanza que apuntan directamente a esta relación, de manera que estén alineados los intereses de todos los involucrados en la empresa de la manera más eficiente posible.

Si bien aún hay mucho por avanzar en modelos teóricos, tanto organismos internacionales como la literatura académica nos entregan una gran cantidad de recomendaciones basadas en estudios empíricos que relacionan características del Directorio y Gerencia General con el desempeño de la empresa. Una de estas características es que los directorios más independientes y exclusivos son los que presentan mejores niveles de

buenas prácticas corporativas lo que luego tiene una repercusión directa en los resultados de la empresa.

Si bien la legislación chilena ha avanzado en esta dirección, la realidad es que junto con aumentar la concentración de las sociedades anónimas, también ha crecido el grado de interconexiones entre las cúpulas empresariales lo que podría causar problemas de carácter sistémico en la economía.

Un desafío para un futuro trabajo sería mejorar la base de datos, incorporando a empresas relevantes que se dejaron de lado como bancos y otras instituciones financieras y revisar lo que ocurre, a nivel de interconectividad de directores, específicamente con aquellas compañías que tienen mayor peso en la economía chilena.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- Agosín y Pastén (2003); “Corporate Governance in Chile”; Documento de Trabajo del Banco Central de Chile.
- Barnea y Guedj (2008); “Director Networks and Firm Governance”; Applied Economics Workshop, University of Texas.
- Bavelas, Alex (1948); “A mathematical model for group structure” Applied Anthropology, 7, pp. 16-39.
- Black, Jang y Him (2006a); “Does Corporate Governance Predict Firm’s Market Values? Evidence from Korea; Journal of Law, Economics and Organizations, 22, pp. 366-413.
- Bonacich, P. (1972); “Factoring and weighting approaches to clique Identification”; Journal of Mathematical Sociology, 2, pp. 113-120.
- Bonacich, P. (1987); “Power and centrality: a family of measures”; American Journal of Sociology, 92, pp. 1170-1182.
- Cleassens, Djankov, Joseph y Lang (2002); “Disentangling the incentive and entrenchment effects of largest shareholdings”; Journal of Finance, 57, pp. 2741-2771.

- Cochran, Wood y Jones (1985); “The Composition of Boards of Directors and Incidence of Golden Parachutes”; *Academy of Management Journal*, 28, pp. 664-671.
- Drago, Millo, Ricciuti y Santella (2011); “Corporate Governance Reforms, Interlocking Directorship Networks and Company Value in Italy (1998-2007)”; CESifo Working Paper No. 3322.
- Fama, E. (1980); “Agency Problems and The Theory of The Firm”; *Journal of Political Economy* 88; pp. 288-307.
- Fama, E., y M. Jensen. (1983); “Separation of Ownership and Control”; *Journal of Law and Economics* 26, pp. 301-325.
- Fitch y White (2005); “Why Do CEOs Reciprocally Sit on Each Other’s Boards?”; *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 175-195.
- Freeman, Linton (1980); “Quality and Quantity”; Elsevier Scientific Publishing company, 14, pp 585-592.
- Freeman, R. Edward (1984). “Strategic Management: A stakeholder Approach”. Boston, MA: Pitman.
- Hallock, K. F. (1997); “Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation”; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, pp. 331-344.

- Hart, Olivier (1995); “Corporate Governance: Some Theory and Implications”; *The Economic Journal*, Volume 105, issue 430, pp. 678-689.
- Hermalin y Weisbach (2001); “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: a Survey of the Economic Literature”; National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8161.
- Hochberg, Ljungqvist y Lu (2007); “Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance”; *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 1, pp. 251-301.
- Kramarz y Thesmar (2006); “Social Networks in the Boardroom”; Institute for the Study of Labor (IZA) Discussion Paper No. 1940.
- Kunhnen (2009); “Business Networks, Corporate Governance and Contracting in the Mutual Fund Industry”; *The Journal of Finance*, Vol. LXIV, No. 5, pp. 2185-2220.
- Kuhnen y Zwiebel (2008); “Executive Pay, Hidden Compensation and Managerial Entrenchment”; Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 16.

- La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1999); “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform”; NBER Working Paper No.7428.
- Lefort y González (2008); “Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile”; Revista Abante, Vol. 11, N°1.
- Lefort y Walker (2000); “Corporate Governance Challenges for Latin America”;
- Lefort y Walker (2005); “The Effect of Corporate Governance Practices on Company, Market Valuation and Payout Policy in Chile”
- Lefort y Urzúa (2007); “Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile”; Journal of Business Research; pp. 615-622.
- Mak y Roush (2000); “Factors affecting the characteristics of boards of directors: an empirical study of New Zealand initial public offering firms”; Journal of Business Research 47, pp. 147-159.
- Mills, C. Wright (1956); “The Power Elite”; Oxford University Press, New York, 1956.

- Ornstein, M. (1984); “Interlocking Directorates in Canada: Intercorporate or Class Alliance?; *Administrative Science Quarterly*, 29, pp. 210-231.
- Palmer, Friedland y Singh (1986); “The ties tht bind: organizational and class bases of stability in a corporate interlock network”; *American Sociological Review*, 51, pp. 781-796.
- Perry y Peyer (2005); “Board seat accumulation by executives: A shareholder’s perspective”; *Journal of Finance*, 60, pp. 2083-20123.
- Roe (2004), Mark J.; “The Institutions of Corporate Governance”; *Harvard Law and Economics; Discussion Paper No. 488*.
- Selznick, Philip (1948); “Foundation of the Theory of Organization”; *American Sociological Review*, pp. 25-35.
- Stockman, Van der Knoop y Wasseur (1988); “Interlocks in the Netherlands: stability and careers in the period 1960-1980; *Social Networks*, 10, pp. 183-208.
- Shleifer y Vishny (1997); “A Survey of Corporate Governance”; *The Journal of Finance*”; pp. 737-783.
- Weisbach, M. S. (1988); “Outside Directors and CEO Turnover”; *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.

- Zajac, E. J. (1988); “Interlocking Directorates as an Interorganizational Strategy; *Academic Managerial Journal*, 31, pp. 428-438.
- Zingales, L. (1998); “Corporate Governance”; *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.

IX. ANEXO

a. ANEXO 1: Directores

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Máximo	3	3	4	4	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Mínimo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Media	1,11	1,15	1,17	1,16	1,19	1,23	1,20	1,19	1,19	1,20	1,19	1,20	1,23	1,23
Desviación estándar	0,34	0,40	0,47	0,46	0,47	0,56	0,50	0,51	0,52	0,51	0,51	0,52	0,57	0,59
No. observaciones	180	260	315	317	305	331	340	360	361	350	371	367	392	415
No. Directores	804													

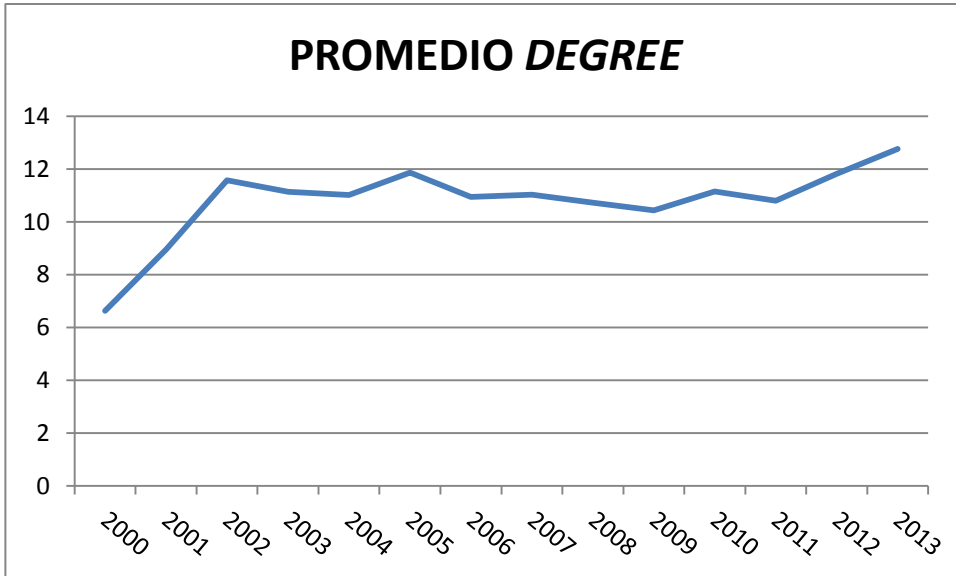
Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS.

b. ANEXO 2: Gerentes Generales

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Máx.	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Mín.	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Media	1	1	1,2	1,25	1,2	1,14	1,17	1,17	1,17	1,13	1,14	1,13	1,29	1,25
Desv. Est.		0	0,45	0,5	0,45	0,38	0,41	0,41	0,41	0,35	0,38	0,35	0,49	0,46
No. Observaciones.	33	42	43	43	47	48	50	52	52	52	52	55	54	54
No. GG con uno o más directorios	1	3	5	4	5	7	6	6	6	8	7	8	7	8
No. Gerentes Generales	119													

Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS.

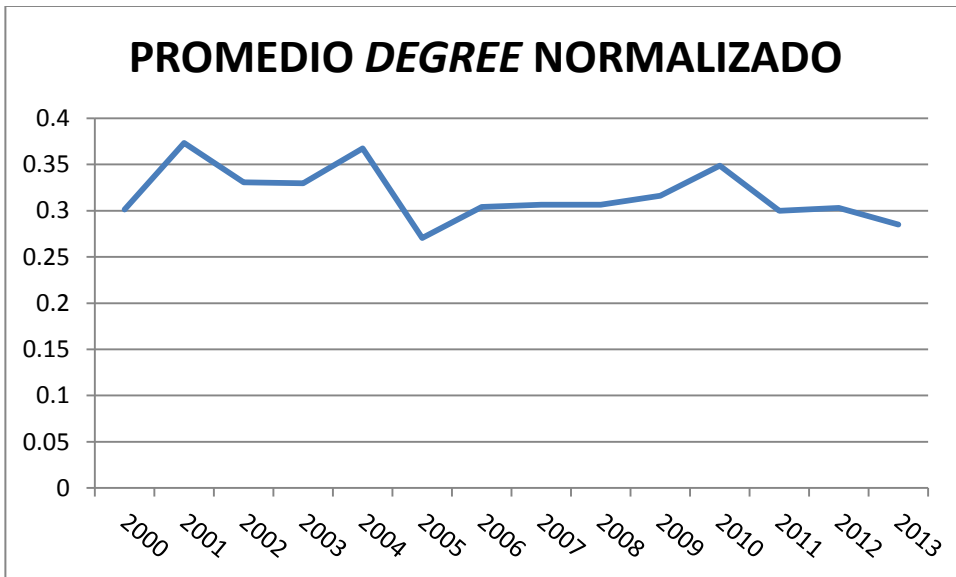
c. ANEXO 3: Promedio Anual Degree



Fuente:

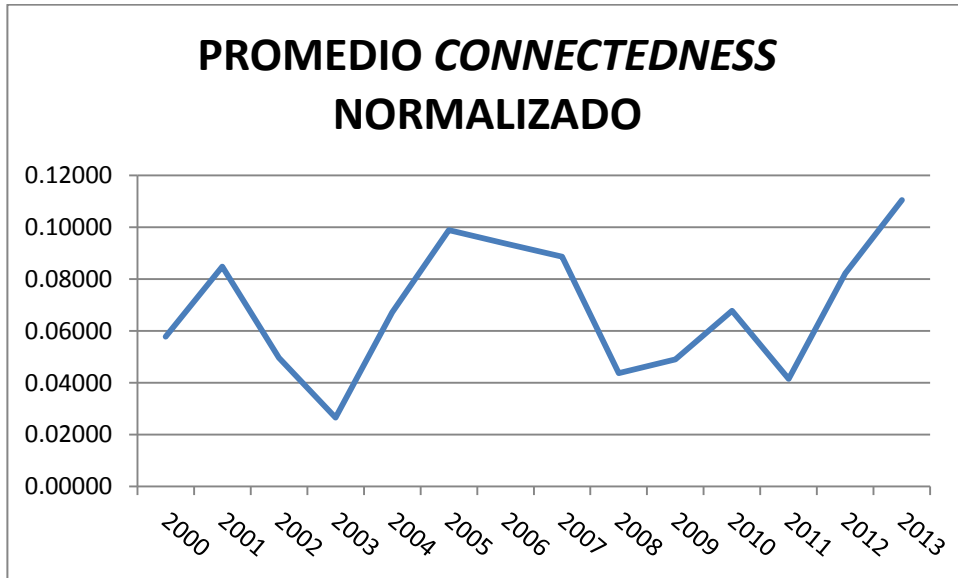
Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS.

d. ANEXO 4: Promedio Anual Degree Normalizado



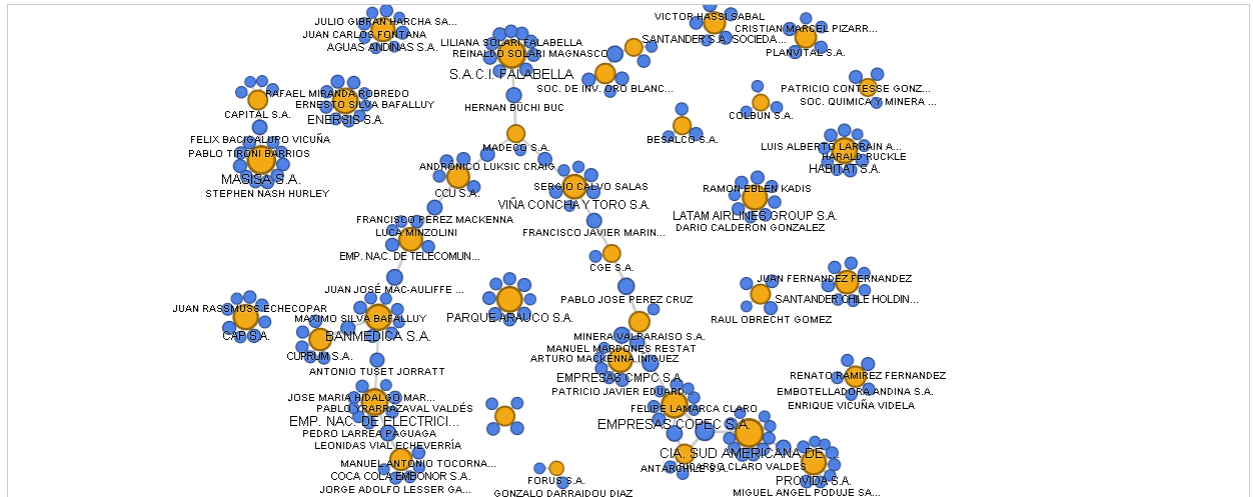
Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS.

e. ANEXO 5: Promedio Anual Connectedness Normalizado

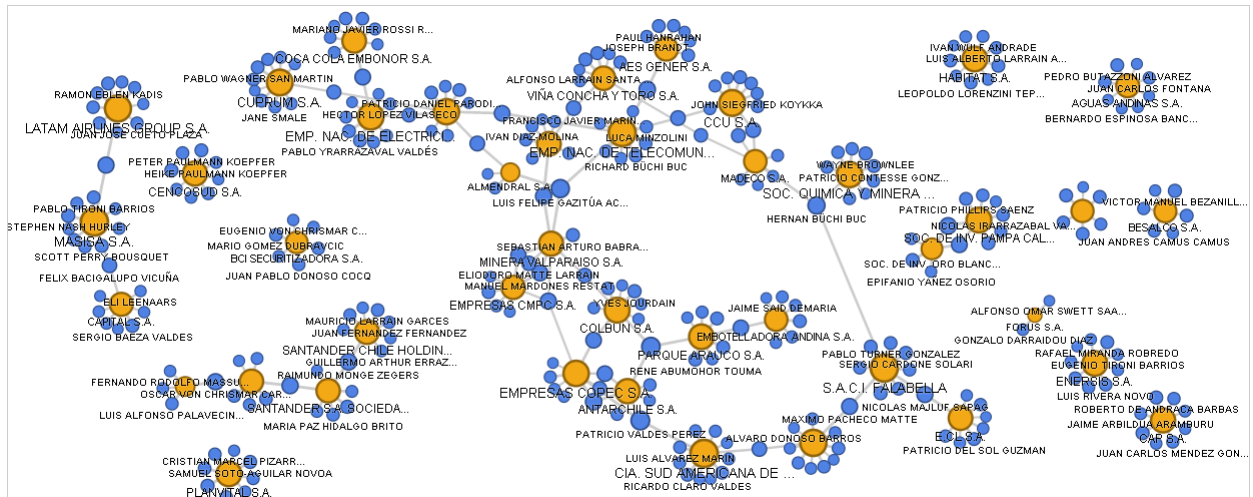


Fuente: Elaboración propia en base a datos entregados por la SVS.

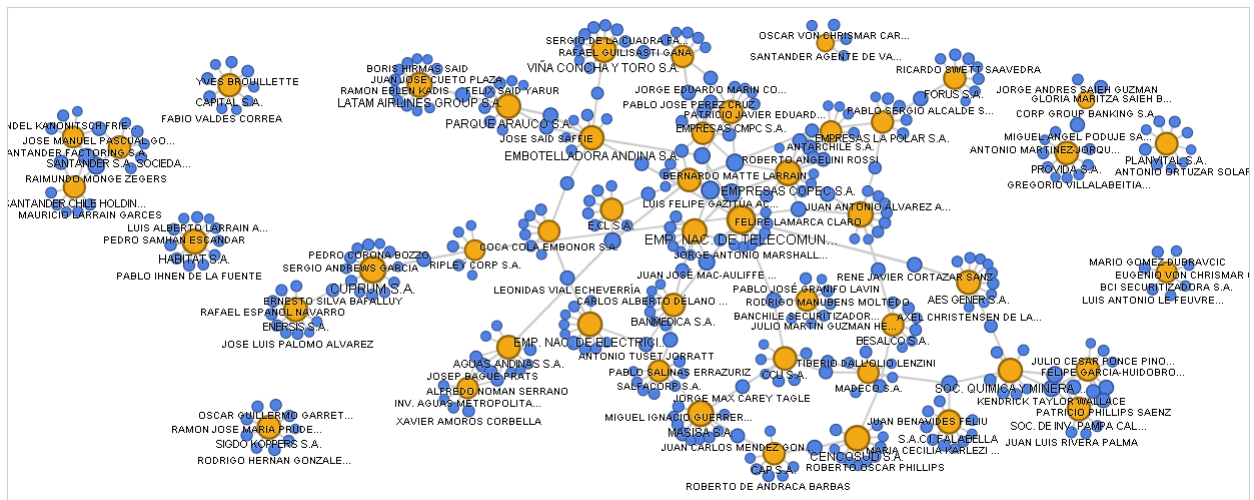
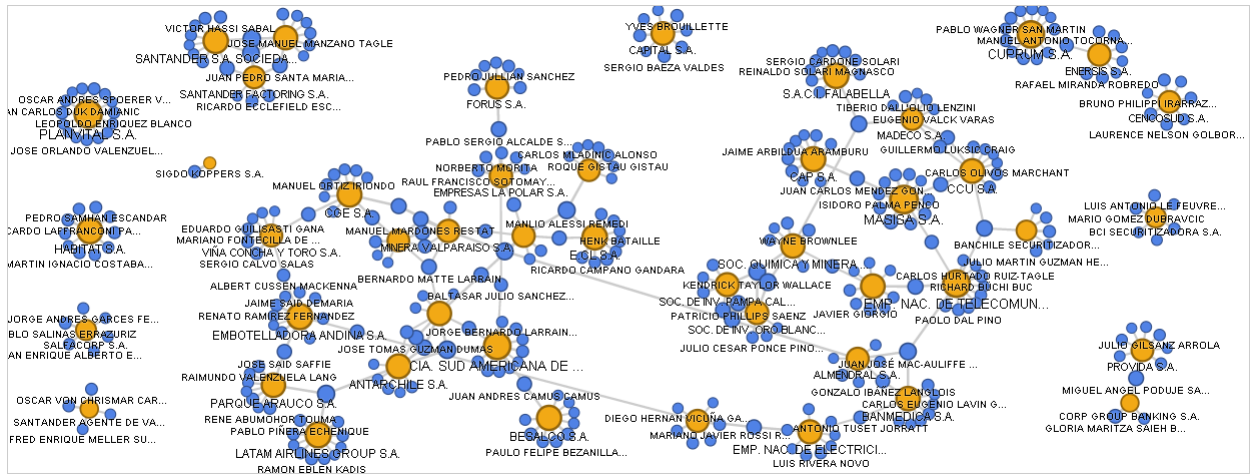
f. ANEXO 6: Mapas redes de directores y gerentes generales sociedades anónimas por año. Todos de elaboración propia en base a datos de SVS.

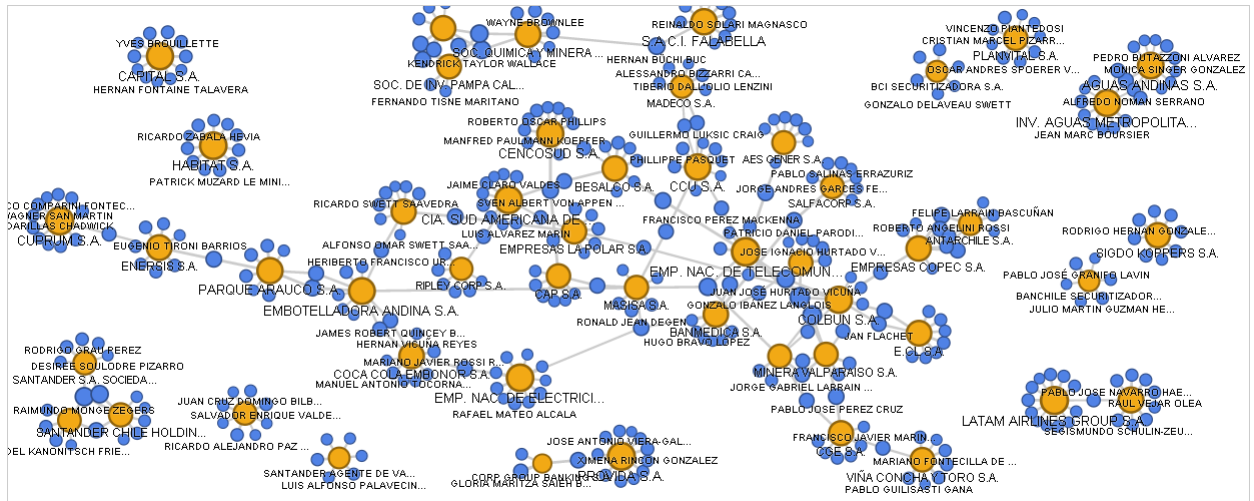


2000

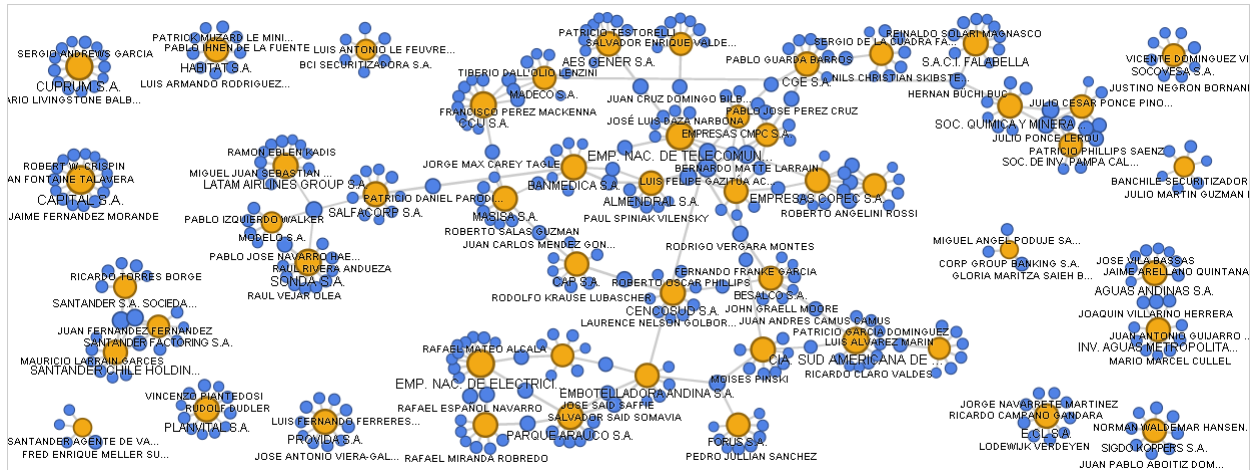


2001

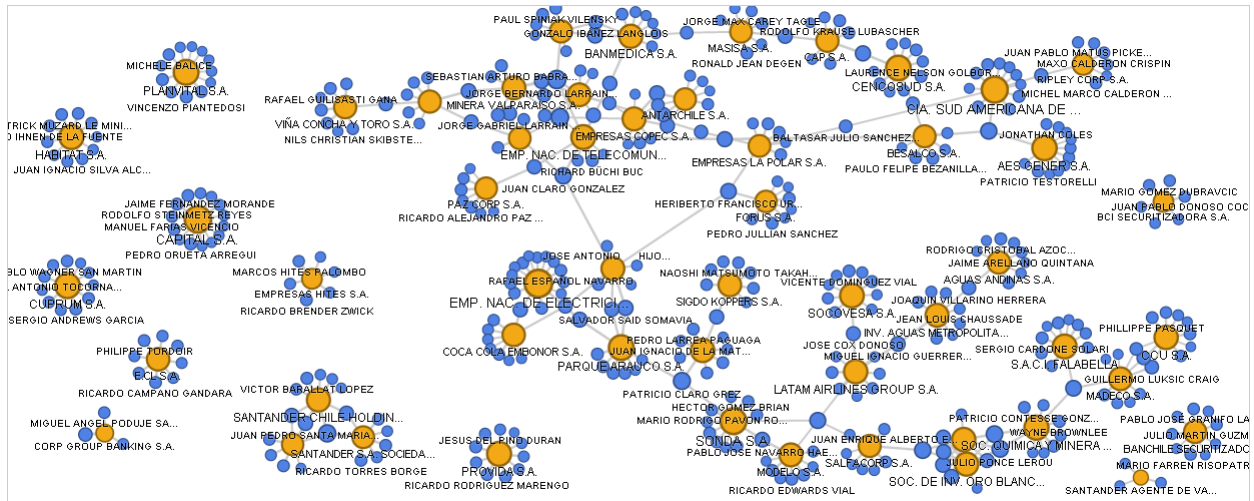




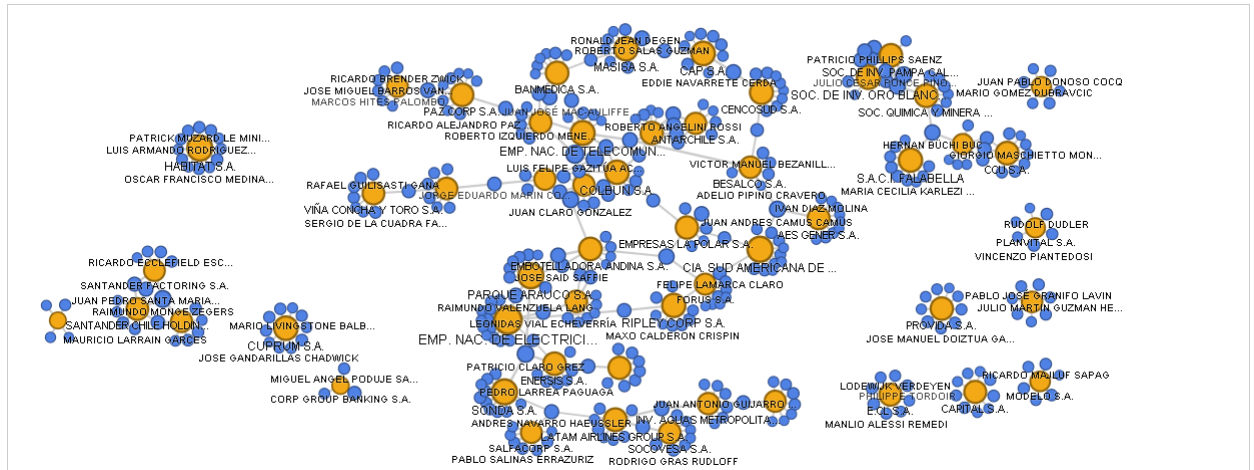
2006



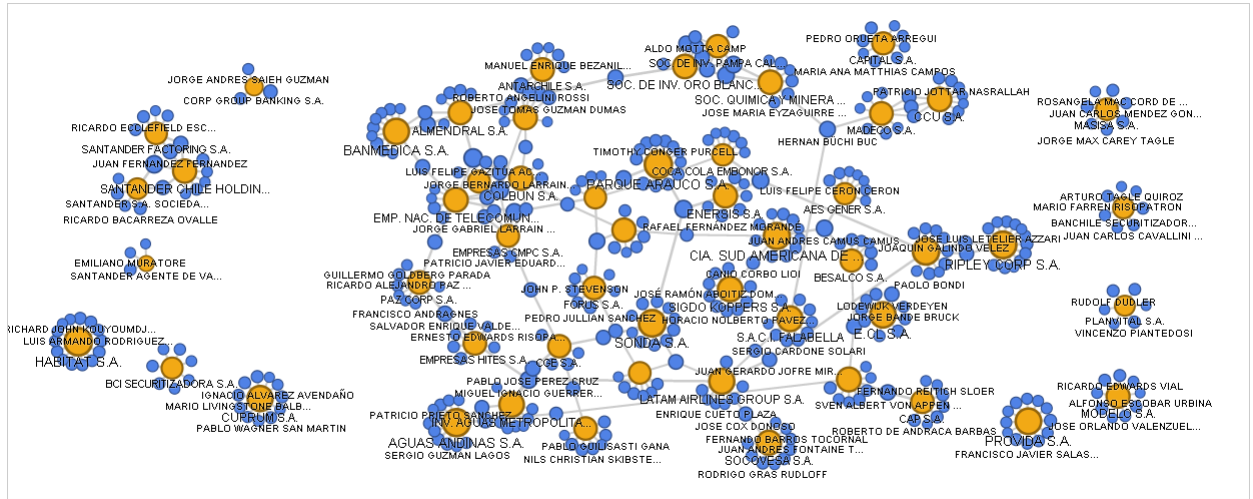
2007



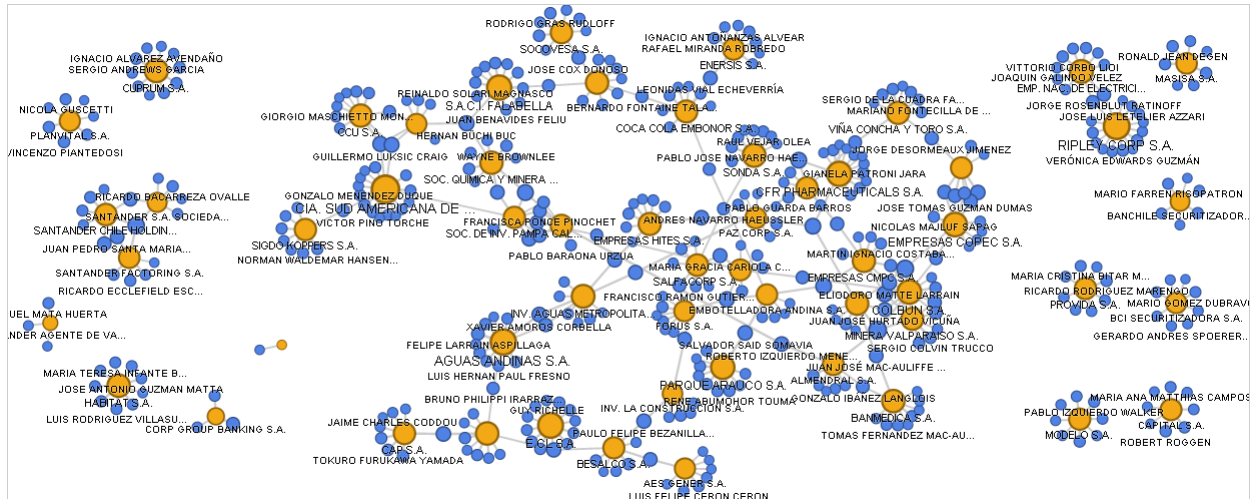
2008



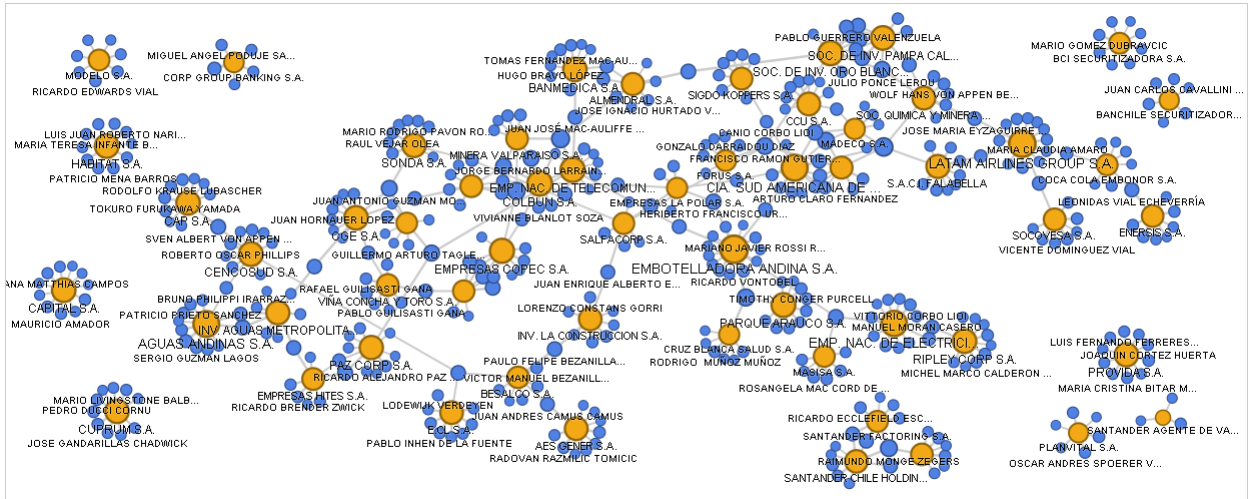
2009



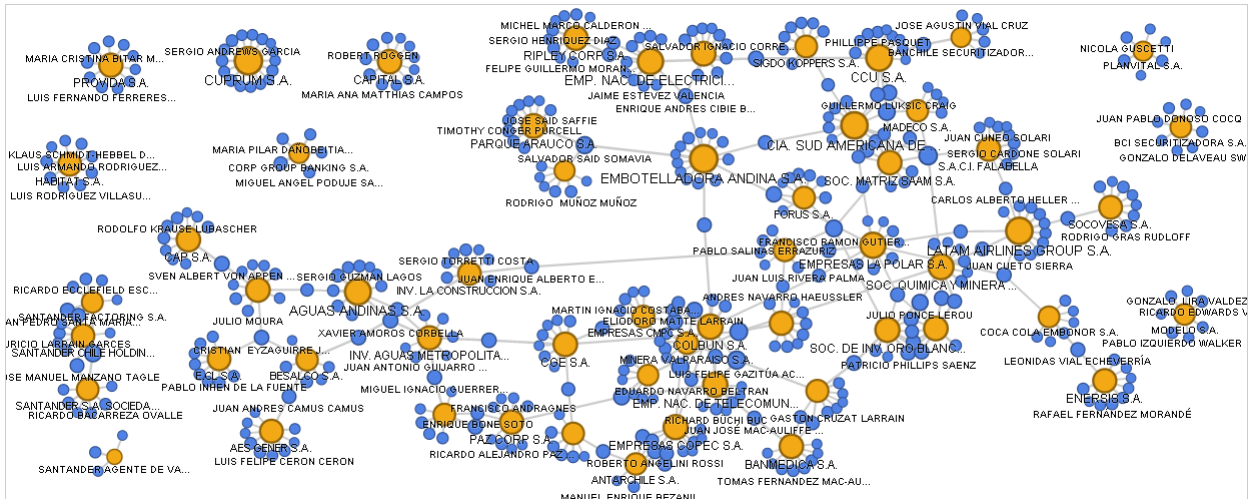
2010



2011



2012



2013

i. ENLACES MAPAS DE INTERCONECTIVIDAD:

Año_2000.

https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1R1DrglYNeV__1ErLF-01E2ScloGnr3bpDCATmdg

Año_2001.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=16AZgcjlhwOGm4NiFl3rFY5mi223YB5TSeaQAVMs>

Año_2002.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=12VPuUoComKBbKHa5MwdQaTip-HSe2USxFkrDTiM>

Año_2003.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1Q099g3-IEpJqPsBuu9FNnjqMI8LIFeTvcZw6ko>

Año_2004.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1MpOhdK9GxwNcchXxfr8cK05NW2kj6bf9bL3OPI4>

Año_2005.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1Z7d6ULhReACvB529jHHeLE1ZCmt0WM9ay0evmrl>

Año_2006.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1VpKkwGE7QqL-eF5y2lnmueFQpKMuy2TNS1Sn1WM>

Año_2007.

https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1Nl7BgLYJW0CcGbZ46_Cd2WnBere0W1FAfDN6fDw

Año_2008.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1eqEz7VThpOq-1l8NrNXxMl8h2dKDpDOsf528I98>

Año_2009.

https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1KRowZ8ILT Dnoy3Ww5pY7wSM_Q8qbk54IM9jylFE

Año_2010.

https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1BdSZRTX2J cfoldtSWC_G2gK1JJekAuY7sNj8eDU

Año_2011.

https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1wflZbCDFu3 fEPgPpht7KiaV3vI5cntD__OUkW6s

Año_2012.

https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1tmqJsOr_Icpr w8iVdWT8veC93tTUvgGStIDmcys

Año_2013.

<https://www.google.com/fusiontables/DataSource?docid=1Bo9T13tVyO z4ncUpkCvDKbEzn3nh3kaca-9WRWw>