



UNIVERSIDAD DE CHILE

Facultad de Economía y Negocios

Escuela de Pregrado

GOBIERNO CORPORATIVO: ESTRUCTURA Y COMPOSICIÓN DE DIRECTORIO

**Seminario para Optar al Título de Ingeniero Comercial Mención Administración
de Empresas**

INTEGRANTES:

PAULINA VITTINI CARRASCO

PROFESOR GUÍA: PEDRO HIDALGO CAMPOS

Santiago, Chile

2008

TABLA DE CONTENIDO

II. GOBIERNO CORPORATIVO	3
1. ¿QUÉ ES GOBIERNO CORPORATIVO?	3
2. BENEFICIOS DE UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO	4
3. AUTORREGULACIÓN EN GOBIERNO CORPORATIVO	7
III. DESCRIPCIÓN GOBIERNO CORPORATIVO NACIONAL	10
LEY DE OPAS	10
EVALUACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO NACIONAL	11
IV. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD	14
ESTRUCTURA Y CONTROL	14
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CHILENAS	15
V. TAMAÑO DEL DIRECTORIO	18
DUALIDAD ENTRE VALOR DE LA EMPRESA Y DINÁMICA ENTRE DIRECTORIO	18
REALIDAD CHILENA	19
VI. ESTRUCTURA DE GÉNERO	21
IMPORTANCIA DE LA DIVERSIDAD	21
COMPOSICIÓN DE DIRECTORIOS CHILENOS POR GÉNERO	22
COMPARACIÓN INTERNACIONAL	26
DIFICULTAD PARA ENCONTRAR MUJERES CON LAS CONDICIONES NECESARIAS PARA DESARROLLAR CARGOS DIRECTIVOS	29
TENDENCIAS	30
VII. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS	32
BIBLIOGRAFÍA	34

RESUMEN

El objetivo del presente documento es presentar el estado actual del desarrollo de los gobiernos corporativos desde la perspectiva de tres instrumentos de medición: la estructura de la propiedad, el tamaño del directorio y la estructura de género del mismo. En base a estos ejes, se intentará extraer las condiciones actuales de los gobiernos corporativos en Chile y los desafíos pendientes sobre la materia a través de la revisión de literatura y la experiencia comparada.

I. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el debate sobre gobiernos corporativos ha tenido un auge importante a nivel mundial, en el cual Chile no se ha quedado aparte. A través de la elaboración de estudios y modernización de las normativas y criterios de autorregulación, el ámbito de los actores de las tomas de decisiones estratégicas, cada vez se ha ido tecnificando más, con el fin de desarrollar parámetros claros y concretos para una mejora sustantiva en los resultados del mercado en su conjunto.

La temática de gobierno corporativo se encuentra presente en el diálogo nacional, como una prioridad naciente, en donde, desde la última reforma a las Sociedades Anónimas, nuestro país ha sido muy bien evaluado por organizaciones internacionales. Sin embargo, las tareas pendientes sobre la materia son enormes y las barreras a enfrentar para el cumplimiento de las mismas, no lo son menos.

El objetivo del presente documento presentar el estado actual de los gobiernos corporativos en Chile mediante la medición de tres criterios principales: estructura de la propiedad, el tamaño del directorio y la estructura de género del mismo.

La concentración de la propiedad es un riesgo inherente para la protección de los intereses de los accionistas minoritarios. El estudio indica que Chile presenta índices de concentración de propiedad claramente elevados, donde le cabe al regulador tomar cartas sobre la materia para preservar el funcionamiento eficiente de los mercados. Por otra parte, se aborda la composición de los directorios desde el punto de vista de su tamaño, en el cual no existe consenso, en la literatura, sobre un número óptimo, pero sí se explicitan los rasgos negativos de tener o, muy pocos, o, demasiados directores, donde la información sobre las características y necesidades individuales de cada empresa resultan fundamentales para una mejor toma de decisiones. Finalmente la “cuasi” exclusión de las mujeres en los directorios nacionales es otro punto que se

aborda de manera extensa, alejándose la realidad nacional de las tendencias internacionales que apuntan hacia una mayor paridad de género y la literatura a favor de esto último.

La forma de proceder en la elaboración de este documento fue mediante la recopilación de información sobre los principales indicadores disponibles por parte de las empresas y el sector regulador. Además se utilizó la literatura disponible sobre la materia, la comparación con experiencias internacionales y, finalmente, se entrevistó a personeros del sector público y privado para que entregasen su visión sobre el asunto.

En una primera instancia, se introduce al lector al tema de gobierno corporativo a nivel internacional, se analiza la bibliografía existente acerca de los beneficios que un buen gobierno corporativo representa tanto, para una empresa en particular, como para el mercado en su conjunto. En una segunda parte se desarrolla el tema de gobierno corporativo en Chile, se introduce la normativa legal existente y finalmente se realiza una evaluación de las prácticas de gobierno corporativo nacional. A continuación se describe la estructura de propiedad sobre las empresas chilenas y los riesgos sobre los intereses de los minoritarios; el tamaño de los directorios en nuestro país; y la estructura directiva en cuanto a la composición del género.

II. GOBIERNO CORPORATIVO

1. ¿Qué es gobierno corporativo?

Gobierno corporativo es un tema que se encuentra en la agenda de investigadores, reguladores y empresarios a nivel mundial ya hace algún tiempo. Existen muchas definiciones que reflejan el significado de gobierno corporativo. La Organización para la cooperación económica y desarrollo (OECD) define el “Gobierno Corporativo como los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas”.

De la misma manera, según el ECGI¹, “Gobierno Corporativo es la base de la rendición de cuentas en las compañías, instituciones y empresas, equilibrando los objetivos económicos y sociales, por un lado, y las aspiraciones individuales y de la comunidad por el otro”.

Este término tiene relación con la forma en la cual las empresas son dirigidas y controladas. Gobierno corporativo es básicamente el conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento de los Accionistas, Directores y Alta Administración. Estos son los órganos de gobierno y representan los tres poderes dentro de una sociedad. En cada organización existen a su vez distintos participantes que hacen de esta una realidad, los *stakeholders*² determinarán si las relaciones que se desarrollan entre ellos forjaran la misión por la cual la empresa existe.

De esta práctica se desprende el concepto de “Teoría de la Agencia”³, la cual se basa en el diseño de los incentivos y como se asignan los derechos sobre las decisiones de una empresa entre las personas que tienen intereses o preferencias. Un buen gobierno corporativo permite a las empresas resolver los “conflictos de interés” que suceden cuando los ejecutivos actúan a favor de su propio beneficio afectando negativamente

1 Instituto de Gobierno Corporativo Europeo

2 Accionistas, directores y la alta administración, clientes, proveedores, acreedores, organismos de control y vigilancia del Estado, competidores y empleados

3 Ver Coase (1937) y Fama (1980)

los intereses de los accionistas. Un buen gobierno corporativo provee las herramientas para proteger los intereses de los accionistas minoritarios.

Algunos de los principales objetivos del gobierno corporativo son:

- En el largo plazo lograr contribuir en la maximización del valor de las compañías.
- Un segundo objetivo del Gobierno Corporativo radica en proteger los intereses de los accionistas minoritarios. Este objetivo cobra especial importancia al observar la realidad nacional, en donde las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico.

2. Beneficios de un buen gobierno corporativo

Existen un gran número de investigaciones que avalan y alientan la utilización de buenas prácticas de gobierno corporativo, así como también múltiples organizaciones recomiendan su práctica en base a principios y normas. Existe evidencia empírica extensa que detecta la correlación positiva existente entre un buen gobierno corporativo y los beneficios que las instituciones generan (sean estos beneficios monetarios u otros).

Algunos de los beneficios de las prácticas “sanas” de Gobierno Corporativo son las reducciones del costo de capital, introducido por Rajan y Zingales (1998), el acceso al capital por parte de nuevas firmas, desarrollado por Wurgler (2000) y la atracción de recursos internacionales estables, analizado por Becht, Bolton y Roel (2002) entre otros.

Desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia, un apropiado gobierno corporativo actúa en pos de evitar y resolver los conflictos de interés entre accionistas y ejecutivos,

lo cual, en su conjunto, favorece el desarrollo económico y el sistema financiero⁴ de un país.

Países en los que el sistema legal protege mejor a los inversores, los mercados financieros son más desarrollados, las empresas invierten más y mejor, y la economía por tanto crece a un mayor ritmo. Si estas evidencias empíricas son analizadas junto a las necesidades de desarrollo de países como Chile, se podrá concluir que la implementación de buenas prácticas en gobierno corporativos constituyen un ingrediente esencial para alcanzar tales objetivos.

Estudios realizados por la consultora Mckinsey&Company han concluido que existe una mayor disposición a pagar por el precio de una acción de una organización que cumple con los principios de un buen Gobierno Corporativo impartidos a nivel internacional. Se identifica que inversionistas extranjeros estarían dispuestos a pagar en Chile un sobreprecio de un 18%, sobre las acciones de las empresas que cuenten con un “buen Gobierno Corporativo”.

Existen investigaciones que tratan de identificar cuales son las características que constituyen un buen gobierno corporativo, incorporando literatura académica, índices de gobierno corporativo e investigación de mercado⁵. No siempre las variables que determinan tal definición de “buen gobierno corporativo” son contingentes a la realidad de cada país. Es posible así que la relación entre desarrollo financiero y buen gobierno esté influida por otras variables no observables, como por ejemplo, la cultura del país.

Se identifican de esta manera altas evaluaciones a empresas de países que protegen en mayor medida a los accionistas minoritarios, existiendo diferencias entre los países que poseen una alta concentración de poder y los que no⁶. Contrastes en cuanto a la amplitud y profundidad de los mercados de capitales, discrepancias en las políticas de dividendos y en el acceso de las empresas al financiamiento externo, tienen en común diferencias substanciales en sus regulaciones⁷. Desafortunadamente, no existe base académica para concluir que la mejora en la protección al inversor en un país

4 Ver La Porta, R., F. López de Silanes a. Shleifer y R. Vishny (1999)

5 Ver Van den Berghe y Levrau (2004)

6 Ver La Porta (2000)

7 Ver La Porta (1999)

determinado repercute en el desarrollo financiero y económico, ya que no es posible separar el efecto y las causas en la ecuación.

3. Autorregulación en gobierno corporativo

Las empresas como generadoras de valor son sin duda muy importantes para el país, al permitir el desarrollo nacional, a través de la incorporación de recursos, generación de empleos y sustento de la estabilidad. Sin embargo, se requiere de un funcionamiento adecuado, con estricto apego a la legislación y a normas éticas fundamentales que eviten conductas irregulares. El objetivo principal de toda intervención es que las empresas, adecuándose a los rápidos cambios del mundo financiero, generen el máximo valor a nivel global, para así generar valor a las compañías, a sus personas, al mercado y en consecuencia al país. Con ese objeto, los países adoptan constantes perfeccionamientos a su regulación. Es frecuente observar estas mejoras como una respuesta a hechos corporativos importantes acontecidos frente a la opinión pública. Ejemplos de lo anterior en Chile son: el mencionado caso Chispas o el actual episodio EFE⁸, han determinado en gran medida la ejecución de políticas que regulen de mejor manera el funcionamiento de los directorios y las empresas públicas de nuestro país.

Tal como los países adoptan nuevas regulaciones y reformas a las mismas a lo largo del tiempo, algunos de estos han desarrollado prácticas de autorregulación, con el fin de complementar la legislación vigente. Estos principios de cierta manera reflejan la situación actual de cada país, incluyendo aspectos culturales de actores institucionales e individuales de mercado. Es posible observar que ciertas reformas suelen tener resultados dramáticos y diferentes de un país a otro.

Este tipo de prácticas se han desarrollado desde que la “Comisión Cadbury”, en el año 1991, desarrollara códigos de buenas conductas, con el fin de transparentar la conducta de los gobiernos empresariales. Desde este entonces ha existido una especie de masificación del uso de códigos de “buenas prácticas” en gobiernos corporativos. Hoy las mayores economías del mundo han elaborado sus propios códigos con el fin de complementar la reglamentación actual. En este sentido, el gran consenso en torno a esta materia ha significado que casi la totalidad de los países

⁸ Empresa de Ferrocarriles del Estado

desarrollados tengan códigos de buenas prácticas para guiar las conductas al interior de las empresas.

La OECD, el año 1999 redactó los “Principios de Gobierno Corporativo”, los cuales formulan ideas básicas que dan forma al concepto de Gobierno Corporativo y que hoy son referencia a nivel mundial.

Estos principios establecen las siguientes recomendaciones de manera resumida:

- Proteger los derechos de accionistas.
- Asegurar el tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.
- Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.
- Reconocer los derechos de terceras partes interesadas y promover una cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza, generación de empleos y logro de empresas financieras sustentables.
- Asegurar que haya una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.
- Asegurar la guía estratégica de la compañía, el monitoreo efectivo del equipo de dirección por el consejo de administración y las responsabilidades del Consejo de Administración con sus accionistas.

En la región se observan importantes iniciativas de autorregulación, países como México y Brasil han sido pioneros en el desarrollo de estas políticas de autorregulación como se puede apreciar en la tabla adjunta. Cada uno de estos códigos elaborados

han sido posteriormente revisados por cada una de las comisiones encargadas, reactualizando las necesidades de mercado de cada uno de los países. En la siguiente tabla se realiza un pequeño resumen de los códigos adoptados por países latinoamericanos desde el año 1999 al 2004.

1999	2001	2002	2004
<p>México Código de Mejores Prácticas Corporativas</p> <p>Brasil Code of Best Practice of Corporate Governance</p>	<p>Perú Código de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores</p>	<p>Colombia Código país</p> <p>Brasil Recomendações sobre Governança Corporativa</p> <p>Perú Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas</p>	<p>Argentina Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina</p> <p>Brasil Code of Best Practice of Corporate Governance</p>

Si bien ciertos países han desarrollado códigos de buena conducta empresarial, existen otros que no han visualizado la importancia que los mismos significarían para el desarrollo de su mercado de capitales. Países como Chile, Ecuador, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Venezuela aún no han elaborado códigos de buenas prácticas.

III. DESCRIPCIÓN GOBIERNO CORPORATIVO NACIONAL

Este tema se ha instaurado en el país desde ya hace algunos años. Se puede observar como integrantes del mercado privado e institucional han desarrollado distintas prácticas en favor de mejorar las conductas de gobierno corporativo. Ciertos episodios, tales como, el “Caso Chispas” han empujado al país a impulsar nuevas reformas a las leyes de Sociedades Anónimas y de Valores⁹ con el fin de mejorar las prácticas de gobierno corporativo. Es así que después de la reforma a las Sociedades Anónimas, más conocida como la Ley de OPAS¹⁰, el marco nacional sobre prácticas corporativas ha sobresalido en el ámbito Latinoamericano estableciendo a esta normativa como una de las mejores legislaciones de mercado y posicionando a Chile como uno de los países con mejor evaluación en prácticas de gobierno corporativo.

La estructura de propiedad de las empresas chilenas se destaca por ser muy concentrada con una importante presencia de grupos económicos o conglomerados. En este capítulo se describe esta realidad Chilena, se compara esta con la situación Latinoamericana y se revisa la literatura acerca del tema. El número de directores es evaluado, a su vez, bajo el marco de la literatura internacional y de la misma manera, se realiza una descripción de la estructura del directorio en cuanto al género de sus integrantes.

Ley de OPAS

La ley de OPAS o Ley de Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo, es una disposición promulgada el año 2002 por la Superintendencia de Valores y Seguros con el fin de

9 Ley de OPA

10 Ley N° 19.705 promulgada el año 2002

regular el actuar societario de las Sociedades Anónimas y sus gobiernos corporativos. Esta reforma toma en cuenta los principios internacionalmente recomendados por la OECD anteriormente citados. Las disposiciones¹¹ principales de la nueva ley están relacionadas con:

- Definición de las circunstancias y procedimientos para las ofertas públicas obligatorias
- Reglas más estrictas para prohibir la compra y venta de acciones por personas que tienen acceso a información privilegiada
- Facultades de aplicación de la ley más fuertes para la SVS
- Reforzar el rol de los inversionistas institucionales (en especial, los fondos de pensión y los fondos mutuos)
- Incrementar la posibilidad de ejercitar derechos de retiro
- La creación de acciones destinadas a hacer valer los derechos de los accionistas en la sociedad y un mecanismo alternativo para asegurar el cumplimiento
- Regulación más estricta de las transacciones con partes relacionadas y conflictos de intereses
- Obligación de crear comités de directores (cuyos poderes y responsabilidades incluirían aquellas usualmente asociadas con los comités de auditoría.)

Evaluación del gobierno corporativo nacional

Chile, como uno de los cuatro mercados de capitales más grandes de Latinoamérica (Argentina, Brasil, México y Chile) llevó adelante políticas para regular las prácticas de

11 White Paper sobre Gobierno Corporativo, OECD

gobierno corporativo como respuestas a una preocupación ya instaurada en el mercado, incluso antes que el “boom” mundial de gobierno corporativo llegara a la región. Con la reforma anteriormente señalada, Chile se posiciona en Latinoamérica por analistas internacionales como el país con las mejores prácticas en gobierno corporativo. Junto con esto, reglamentos complementarios fueron integrados a la nueva normativa por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), estableciendo como debería entenderse y aplicarse la misma. Esta excelente evaluación radica principalmente en la aplicación de la reforma Sociedades Anónimas el año 2002.

Esta reforma ha generado un moderno régimen legal de acuerdo con los actuales principios sobre esta materia. De esta manera, Chile ha sido altamente calificado por las entidades internacionales en su grado de protección de los accionistas.

Por ejemplo, El Banco Santander Central Hispano, clasificó a Chile como primero entre los mercados más grandes de América Latina en protección a los accionistas; McKinsey & Company, realzó la baja del premio por protección de los accionistas requerido para las acciones chilenas, implicando que existe un reducido espacio para mejoras. Además el Banco Mundial destacó en su informe de Revisión de las Normas y Códigos (ROSC), que Chile cumplía ampliamente con todos los principios sobre gobierno corporativo dispuestos por la OECD.

En los análisis de bancos de inversiones de Nueva York llevados a cabo durante el año 2001, calificaron a Chile como una de las naciones más atractivas en Latinoamérica para los inversionistas, como consecuencia de la aplicación de la Ley de OPAS y Gobierno Corporativos.

Aún cuando las evaluaciones son positivas, después de la Ley de Opas en nuestro país no se han emprendido nuevas iniciativas. Los intentos por volver a regular no se han materializado, como es el caso de la reforma a Empresas Públicas, iniciativa que aún no ha sido aprobada por el Senado.

Chile no ha desarrollado códigos de buenas conductas empresariales tal como México y Brasil y los intentos por legislar sobre este tema no se han materializado. Existe un

gran consenso sobre la necesidad que en Chile la autorregulación sea el camino óptimo para mejorar las prácticas de gobierno corporativo.

IV. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Estructura y Control

La estructura de propiedad es un tema muy relevante en gobierno corporativo. Alrededor del mundo se observa que estructuras de propiedad concentradas son una característica en común de muchos mercados. En Latinoamérica la situación se repite, las corporaciones tienen en su mayoría accionistas controladores, quienes son en muchos casos fundadores de la compañía.

El poder de los accionistas depende de la protección de su votación, lo que, a su vez, depende de la regulación que exista para proteger esa votación. Los inversionistas minoritarios pueden realizar alianzas con otros inversionistas para ejercer un mayor control de la compañía. En Estados Unidos, por ejemplo, se observaba una opresión a los accionistas minoritarios, lo cual claramente representó un gran problema para el gobierno corporativo de ese país. Como consecuencia de lo anterior, las firmas configuraron los derechos de voto para reducir el poder de los accionistas mayoritarios. Bajo esta perspectiva, Hilt (2007) analiza la estructura de propiedad de las firmas e investiga el grado en el cual la estructura de propiedad es separada del control. En esta investigación Hilt, encuentra una correlación positiva entre el valor de una firma y los derechos de voto ejercidos por los accionistas, para las empresas transadas. Es así como en sistemas en los cuales, la protección de accionistas minoritarios es baja, las firmas son peor evaluadas. Es por esto que una buena regulación en pos a la protección de los accionistas minoritarios identifica a un país con un buen gobierno corporativo. De la misma manera, Shleifer y Vishny (1996) indican la importancia de regular y proteger a los inversionistas contra la concentración de poder en los sistemas de gobierno corporativo alrededor del mundo. Postulan que en mercados en los cuales existe una menor concentración de poder, los mercados son más desarrollados.

Estructura de propiedad de las Sociedades Anónimas Chilenas

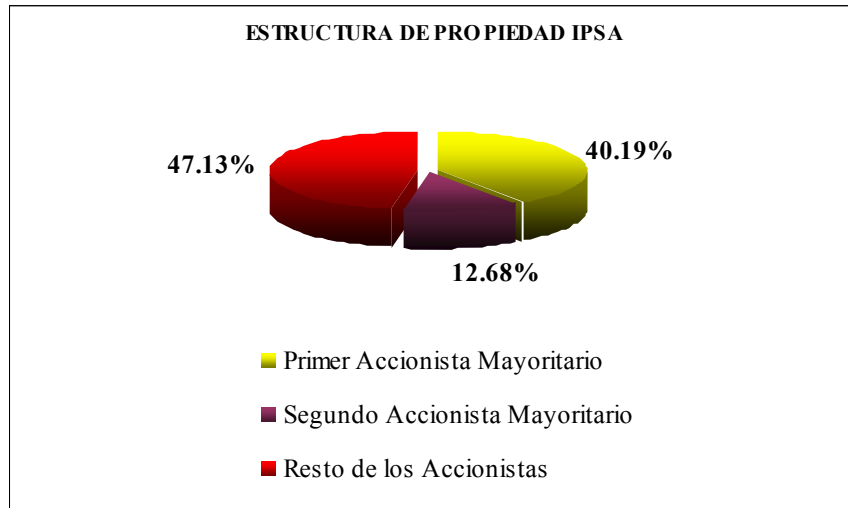
Es sabida la existencia en Chile de una alta concentración de poder de los accionistas mayoritarios sobre las empresas. Esta estructura de propiedad se encuentra sujeta a eventos tanto políticos como económicos ocurridos con anterioridad, caracterizados por grupos económicos o conglomerados que ejercen dominancia en gran parte de la actividad empresarial¹².

Al observar el gráfico 1 se puede apreciar esta tendencia. De las empresas pertenecientes al IPSA, el primer accionista mayoritario es propietario, en promedio, del 40.19% de las acciones, el segundo mayor accionista es propietario del 12.68% y el 47.13% de la propiedad es del resto de los accionistas. Es claro así vislumbrar que cerca del 53% es controlada por el primer y segundo accionista. La concentración de propiedad es aún mayor debido a la existencia de grupos económicos ya que estos actúan como estructuras de propiedad interrelacionada¹³. Esto significa que un mismo accionista perteneciente a una Sociedad Anónima abierta en particular, puede participar en el mercado utilizando distintas vías de inversión actuando en conjunto a otros accionistas como un grupo económico. Esta alta concentración de propiedad y control pareciera no ir disminuyendo. Cabe recordar lo acontecido con las empresas privatizadas a fines de los años 80, las cuales en un comienzo disgregaron su propiedad y luego de años muestran propiedad concentrada.

12 Ver Lefort y Walker (2001).

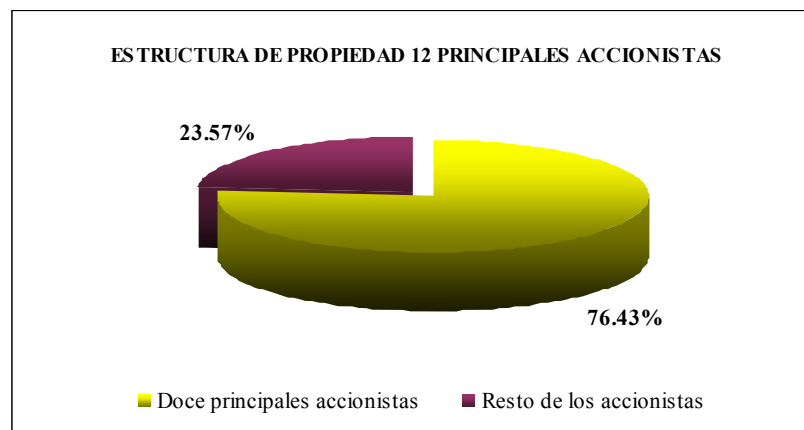
13 Ver Majluf et al (1998).

Gráfico 1



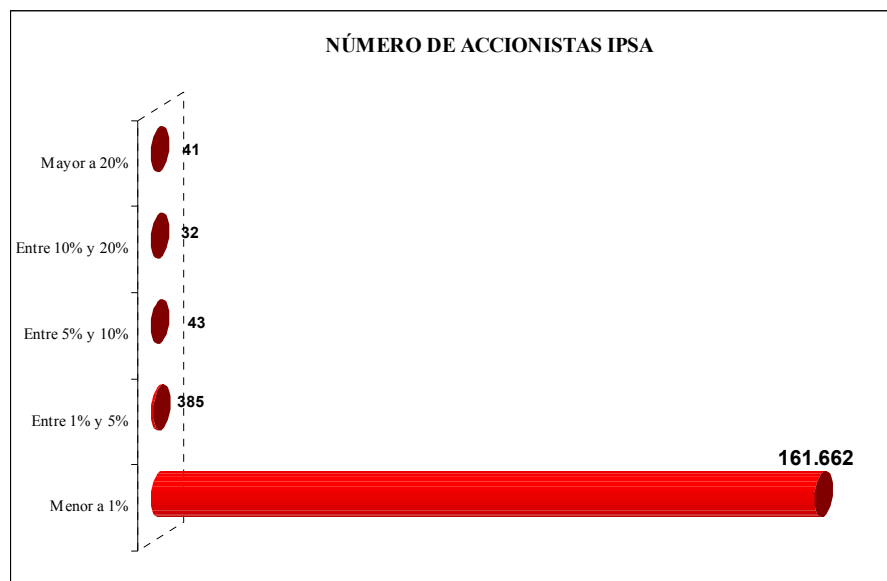
De la misma forma, según vemos en el siguiente gráfico 2, los 12 primeros accionistas son dueños del 76,43% de las acciones y solo el 23.57% del resto de ellas.

Gráfico 2



Este número cobra mayor importancia cuando al observar el gráfico 3, en donde los accionistas que poseen una cantidad menor a un 1% de las acciones de la empresa ascienden a 161.662. El total de accionistas ascienden a 162.163 y solo 41 de estos poseen un porcentaje de la propiedad sobre el 20%, considerándose accionistas mayoritarios. En otras palabras, el 2,5% del total de los accionistas es dueño de cerca del 40% de la propiedad de las empresas pertenecientes al IPSA.

Gráfico 3



Bajo la literatura aquí expuesta se considera que esta concentración de propiedad no beneficia la protección de los accionistas minoritarios y que incentiva a generar conflictos de interés entre el pequeño número de accionistas mayoritarios y aquellos que poseen una pequeña parte de la empresa. Estos accionistas minoritarios solo poseen la alternativa de participar en las juntas generales de accionistas que se realizan una vez por año. Se expresa así la necesidad de incentivar el compromiso de las compañías para generar configuraciones a los derechos de voto para reducir el poder de los accionistas mayoritarios y así ser mejor evaluados por el mercado.

V. TAMAÑO DEL DIRECTORIO

Dualidad entre valor de la empresa y dinámica entre directorio

Existe mucha literatura internacional acerca de las ventajas y desventajas de que los directorios tengan cierto tamaño. Si bien no existe un número ideal demostrado, la legislación chilena estima que las Sociedades Anónimas Abiertas no podrán incluir en su mesa directiva un número menor a tres directores.

Yermack (1996), después de evaluar el comportamiento de una gran muestra de compañías norteamericanas, encontró que el número de directores puede influenciar el funcionamiento del directorio y en consecuencia el performance corporativo. Encontró además una relación negativa entre tamaño del directorio y valor de mercado de una compañía. De la misma manera, Eisenberg (1998) encuentra para un amplio número de firmas finlandesas cerradas una correlación negativa entre rentabilidad y el tamaño del directorio. Conyon (1998) detecta una relación inversa entre el retorno de los accionistas y el tamaño del directorio para cinco países Europeos. De la misma manera, Loderer y Peyer (2002) también encuentran que los directorios con un mayor tamaño están asociados a menores valores de mercado de las empresas a cual estos integran.

Otra visión se encuentra al considerar las dinámicas que se suscitan entre los grupos de trabajos, sean estos para múltiples propósitos. Judge y Zeithaml (1992) consideran los efectos negativos que se producen en los grupos de trabajo. Indican que grandes grupos de trabajo pueden inhibir el proceso directivo debido a los problemas asociados a la dinámica de los mismos. Grandes grupos son difíciles de coordinar y pueden sufrir problemas de comunicación y organización. Estos grupos pueden sufrir problemas de motivación con la probabilidad de formar coaliciones.

Jensen (1993), Lipton y Lorsch (1992) sugieren que los directorios que poseen un gran tamaño pueden ser menos efectivos que aquellos directorios más pequeños, presumiendo que el énfasis dedicado a la política y actos de cortesía en directorios es el costo de la verdad y la franqueza. Cuando los directorios se vuelven muy grandes, los problemas de agencia (*director free-rider*) aumentan y el directorio se vuelve más simbólico y descuida sus labores esenciales de control y monitoreo. En algún punto los problemas de coordinación reducen las ventajas de tener una mayor cantidad de directores. Jensen (1993) es categórico e indica que cuando el tamaño de un directorio se vuelve mayor a siete u ocho integrantes estos tienen una menor probabilidad de funcionar de una manera efectiva y al CEO le resulta más fácil tener una mayor cantidad de control.

Por otro lado, cierta literatura considera algunos efectos positivos de un mayor tamaño de los directorios. Forbes y Milliken (1999), explican que se debe considerar el factor “experiencia”. Dado que en directorios más grandes es más probable encontrar mayores conocimientos y habilidades, así como también una mayor cantidad de perspectivas en estrategia corporativa, se puede lograr reducir en cierta manera la dominación del CEO.

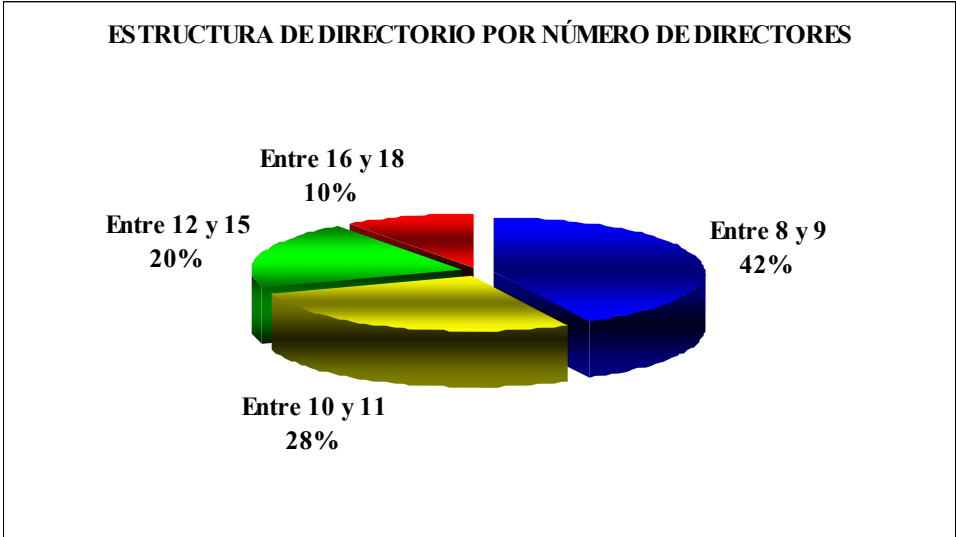
El tamaño del directorio no debiese ser tan grande para evitar costos de coordinación, asimismo, no debe ser en extremo pequeño como para que exista un balance entre las habilidades y experiencias de los directores, necesarias para el negocio con el fin de realizar una contribución.

Realidad Chilena

Para visualizar la realidad chilena, se ha identificado la composición en cuanto a tamaño del directorio o número de directores. De esta manera se puede observar (gráfico 4) que para las 40 empresas pertenecientes al IPSA, la composición en relación al número de directores se sitúa en mayor medida entre 8 y 9 integrantes

(42%). Existe también una gran cantidad de directorios compuestos por 10 y 11 integrantes (28%).

Gráfico 4



El tamaño de los directorios en Chile en general es mayor a lo recomendado para las empresas del IPSA. Este número puede interferir en el buen desarrollo de las tareas de los directores, en cuanto este número puede ser perjudicial.

VI. ESTRUCTURA DE GÉNERO

Importancia de la Diversidad

La diversidad de un directorio puede ser medida atendiendo a distintas dimensiones tales como género, raza y etnia¹⁴. Si bien la diversidad, en el caso del género, no es una característica de los directorios chilenos, en Europa este ítem¹⁵ aparece como una importante dimensión de diversidad al igual que la nacionalidad¹⁶. Un directorio es, sin duda, la fiel representación de la imagen de la cultura *corporative* y una imagen de la calidad del *management*¹⁷.

Existe en la literatura internacional diversas investigaciones que señalan las múltiples ventajas de la presencia de directorios más diversos. Por ejemplo, Kuczynski (1999) indica que directorios más diversos pueden confrontar de mejor manera problemas entre los integrantes y pueden generar mejores decisiones. Además, una compañía con un directorio más diverso es vista como una menos riesgosa Kuczynski (1999). Finalmente, Forbes (1999) revela que directorios más diversos tienen acceso a recursos más diversos.

Claramente, la importancia de la representación femenina en directorios corporativos ha aumentado¹⁸, ya que existe una mayor presión a nivel internacional para aumentar la diversidad en los directorios corporativos¹⁹ y cada vez mas existe una mayor aceptación del valor que agrega un directorio poseedor de una mayor diversidad (Robinson and Dechant, 1997).

14 Ver Arfken et al. (2004); Burke, (1997); Carter et al. (2003); Daily et al. (1999); Erhardt et al. (2003); Shrader et al. (1997).

15 Ver Conyon y Mallin, (1997); Singh y Vinnicombe, (2004); Singh et al., (2001)

16 Ver Oxelheim y Randøy, (2003); Ruigrok et al., (1999), (2005)

17 Ver Amy Domini en Kuczynski (1999).

18 Ver Burke, (1997); Burke and Mattis, (2000)

19 Ver Daily, Certo y Dalton (1999)

Composición de directorios Chilenos por género

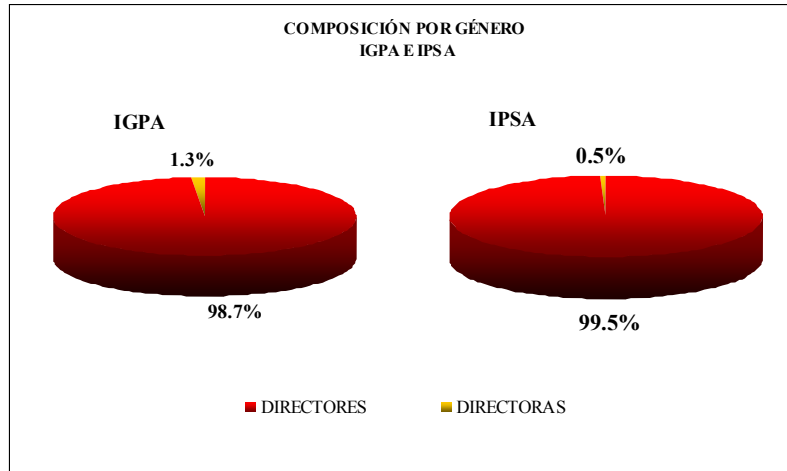
Como bien se piensa, la composición en cuanto a género de directorios de empresas chilenas se caracteriza por ser claramente de una mayoría masculina importante. De los datos recabados en esta investigación se puede apreciar esta curiosa tendencia. Para observar la realidad de la composición de las empresas de nuestro país, he elegido dos índices representativos, estos son el IGPA e IPSA. El IGPA es el Índice General de Precios de Acciones y mide las variaciones de precios de las acciones inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago de las sociedades abierta menos tranzadas. Asimismo, el IPSA o Índice de Precio Selectivo de Acciones, el cual mide las variaciones de precios de 40 sociedades con mayor presencia bursátil en la Bolsa de Comercio de Santiago. Se describe la existencia de Emisores, Sociedades Anónimas y Otras Sociedades pertenecientes al mercado de Valores inscritos igualmente en los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros.

En los registros de la Superintendencia de Valores y Seguros²⁰ al 30 de Junio del año 2008 se observaron los siguientes resultados:

De un total de 151 Sociedades Anónimas abiertas inscritas en los archivos de la Superintendencia de Valores y Seguros, pertenecientes al índice IGPA se observa en el gráfico 5, que el número de directores, asciende al 97,9% y solo el 2,1% corresponde a puestos ocupados por mujeres. De la misma manera, el IPSA en el cual solo el 0,5% de los directores son mujeres y el 99,5% son hombres.

²⁰ www.svs.cl

Gráfico 5



De esta manera, en número, solo existen 18 directoras pertenecientes al índice IGPA y 2 en el IPSA.

Al observar un caso más general (Gráfico 6), como son 626 de las Emisoras de Valores inscritas en el registro de la Superintendencia de Valores y Seguros, se puede apreciar que el número de mujeres asciende al 6%. Cabe destacar que los directores que integran este gráfico corresponden a directores suplentes²¹, gerentes interinos, algunos gerentes generales, suplentes y de finanzas.

²¹ Los directores suplentes son aquellos directores que podrán reemplazar en forma definitiva, en caso de vacancia y en forma transitoria, en caso de ausencia o impedimento temporal al director titular. Siempre podrán participar en las reuniones del directorio con derecho a voz y sólo tendrán derecho a voto cuando falten sus titulares. A los directores suplentes les serán aplicables las normas establecidas para los titulares, salvo excepción expresa en contrario o que de ellas mismas aparezca que no les son aplicables.

Gráfico 6



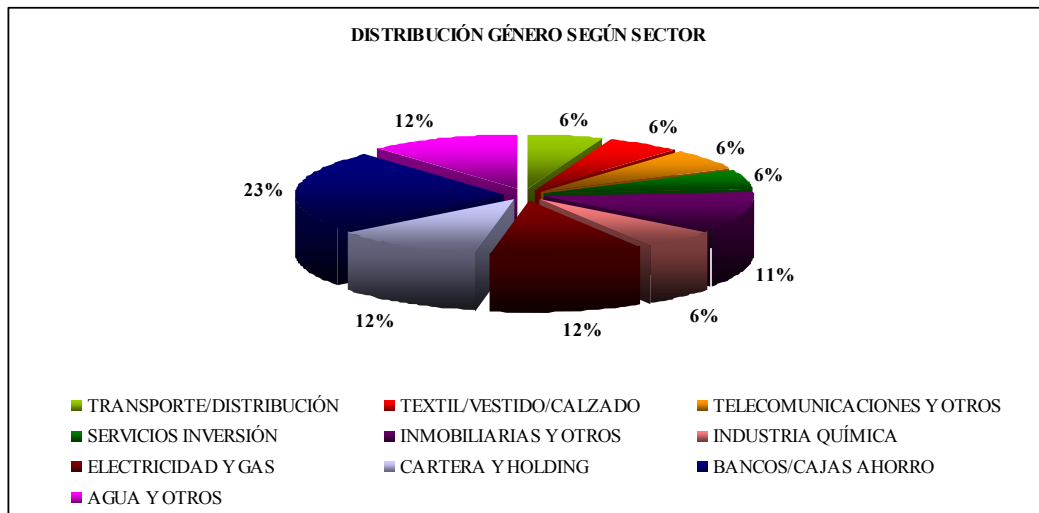
Para observar si existe una mayor tendencia de ciertos sectores de la economía de incorporar mujeres en sus directorios, se han identificado 28 sectores productivos en la tabla N°1 que se muestra a continuación:

Tabla N° 1

Sector		
Aeroespacial	Industria Química	Productos Farmacéuticos
Aguas y Otros	Ingeniería y Otros	Seguros
Alimentación y Bebidas	Inmobiliarias y Otros	Servicios de Inversión
Autopistas/Aparcamiento	Materiales de Construcción	Telecomunicaciones y Otros
Bancos/Cajas de Ahorro	Medios de Comunicación y Publicidad	Textil/Vestido/Calzado
Bienes de Equipo	Mineral/Metales/Transf.	Transporte/Distribución
Cartera y Holding	Ocio/Turismo/Hostel	
Construcción	Otros Bienes de Consumo	
Electricidad y Gas	Otros Servicios	
Electrónica/Software	Papel y Artes Gráficas	
Energías Renovables	Petróleo	

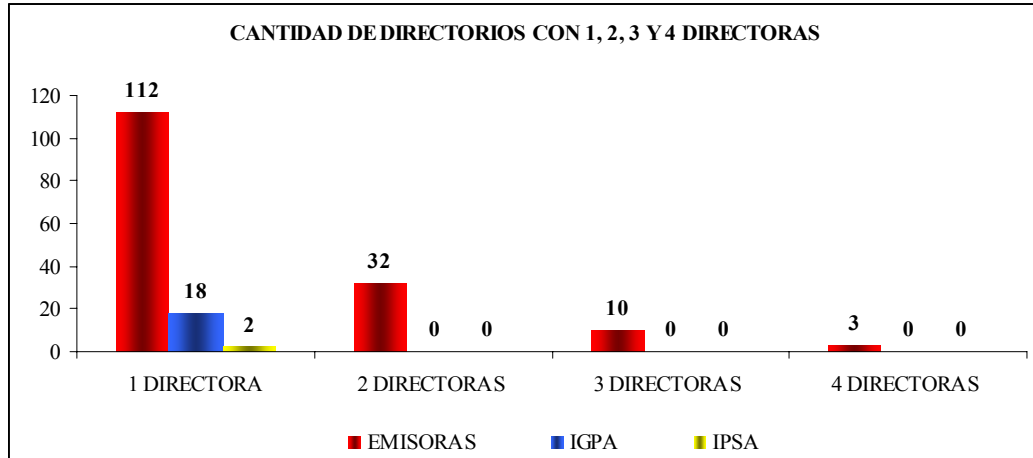
Del total de las empresas que en sus directorios se destaca la presencia de mujeres, se puede observar en el gráfico 7, que en general en los sectores en los cuales se aprecia esta tendencia recae mayormente en el sector de “Bancos y Cajas de Ahorro” (23%) y en menor medida en los sectores de “Agua y Otros”, “Cartera y Holding” y “Electricidad y Gas” compartiendo un 12%.

Gráfico 7



Se observa además en el gráfico 8, que de las 626 emisoras anteriormente nombradas, las empresas que poseen al menos una mujer como integrante en su directorio ascienden a 123, no así es el caso de las empresas integrantes del IPSA e IGPA que solo poseen en total 20 directorios que integran al menos una mujer. Para las emisoras este número baja radicalmente al observar que solo existen 22 directorios que integran una mujer, 8 y 2 que tienen 3 y 4 mujeres respectivamente. No existen asimismo empresas integrantes de los índices IGPA e IPSA que posean más de un director del sexo femenino integrando el directorio.

Gráfico 8



Comparación internacional

Para observar la tendencia internacional se han elegido tres índices de tres países para realizar una comparación. El índice IBOVESPA (Brasil), IBEX-35²² (España) y OBX (Noruega) han sido escogidos en primer lugar debido al acceso a la información de los mercados en los cuales los mismos operan y en segundo lugar ya que estos tres relatan el comportamiento de las principales empresas de mayor cotización.

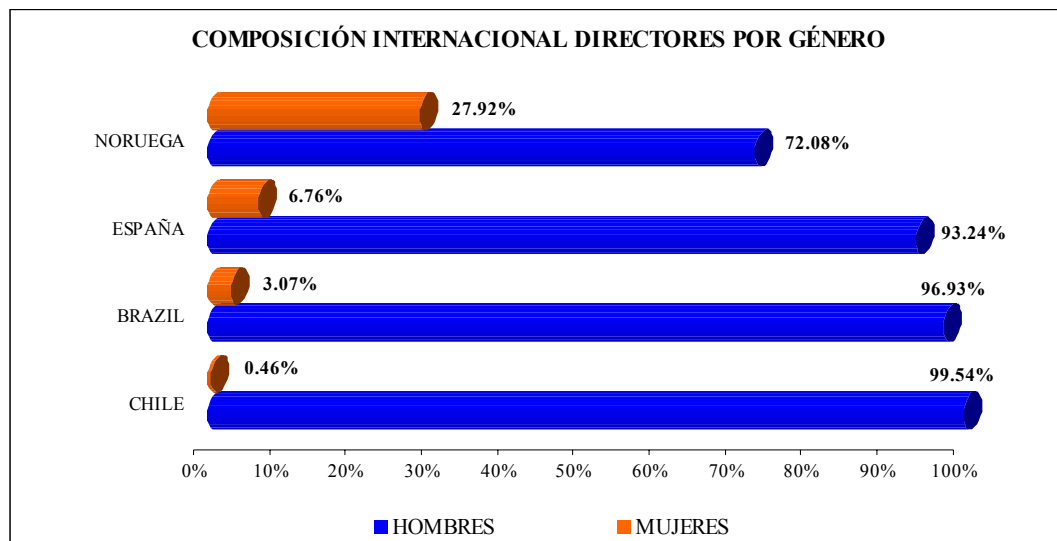
En términos de liquidez, las acciones integrantes de la cartera del Índice Bovespa responden por más del 80% del número de negocios y del volumen financiero verificados en el mercado a vista de la BOVESPA. En términos de capitalización bursátil, las empresas emisoras de las acciones integrantes de la cartera teórica del Índice Bovespa son responsables, en promedio, de aproximadamente 70% de la sumatoria de la capitalización bursátil de todas las empresas con acciones negociables en la BOVESPA. De la misma manera, el índice IBEX 35 es el principal índice de referencia de la bolsa española elaborado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Está formado por las 35 empresas con más liquidez que cotizan en el Sistema

²² Índice Bursátil Español indeX

Interconexión Bursátil Electrónico (SIBE) en las cuatro Bolsas Españolas. Este índice ha sido elegido considerando además la iniciativa del gobierno Español por incluir en sus ministerios, integrantes del sexo femenino. Finalmente, el índice Noruego, OBX, ha sido elegido, además de su representatividad en el mercado, por la importante disposición de este mercado en incluir directoras del sexo femenino.

Se puede observar claramente en el gráfico 9, que el número de directoras es mayor en todos Brasil, España y Noruega. Chile presenta el menor número de directoras frente a la composición del directorio. En Noruega el 27,92% de los directorios integran directores del sexo masculino, número que sobrepasa a todos los países que aquí se han comparado. España y Brasil a su vez poseen un 6,76% y un 3,07% de mujeres integrantes de directorios de las Sociedades Anónimas Abiertas mayormente tranzadas respectivamente. En último lugar, Chile no sobrepasa el 1% (0,46%) de directores del sexo femenino en directorios de Sociedades Anónimas Abiertas pertenecientes al IPSA.

Gráfico 9



Causas de Diferencias

Esta diferencia puede ser debido a distintas razones. La primera corresponde a diferencias en las habilidades entre hombres y mujeres, concluyendo que las mujeres poseen menores habilidades directivas en comparación al sexo opuesto. En segundo lugar, las directoras pueden ser víctimas de discriminación por parte de quienes eligen a las mismas para formar parte del directorio, en este caso, los hombres. Finalmente podemos mencionar la posibilidad de que esta diferencia corresponda a características propias de hombres y mujeres que no son posibles de observar a simple vista²³.

Existen diferencias de habilidades entre los integrantes del género masculino y el femenino reconocidos por la literatura internacional. Mujeres y hombres poseen distintas perspectivas y experiencias y cada uno de los integrantes poseen distintos estilos de comunicación según Gotcher (1999). Otras investigaciones indican que las mujeres tienen menos confianza al realizar decisiones de inversión²⁴ y son a su vez más adversas al riesgo²⁵.

Nuestras entrevistadas reconocieron que las mujeres tenían ciertas habilidades blandas que las distinguían de los hombres. Por ejemplo, Kuczynski (1999) indica que generalmente las mujeres tienen un conocimiento más cercano de las necesidades de consumidores que los hombres.

Se realizaron tres entrevistas en profundidad a dos directoras de empresas y a dos encargados del tema de buenas prácticas laborales del Servicio Nacional de la Mujer (SERNAM). Cada una de las directoras encuestadas poseen al menos 8 años de experiencia ocupando cargo en directorios y con más de 25 años ejerciendo cargos directivos en empresas pertenecientes al IGPA.

Las entrevistadas no reconocieron haber sido víctimas de discriminación por parte de la mesa directiva, ni por ningún integrante de la organización a la cual pertenecieron o

23 Bertrand y Hallock, (2001)

24 Estes y Hosseini (1988)

25 Sunden y Surette (1998)

pertenece. Tal vez la discriminación no es causa generalizada de la escasa presencia de mujeres en cargos directivos en Chile y es posible que otros motivos sociales y culturales sean los causantes.

Se realizaron entrevistas en profundidad a directoras con experiencia en cargos directivos de algunas de las empresas con mayor cotización del mercado. Bajo esta instancia se consideraron ciertas causas de esta notable diferencia de género en la composición del directorio y se identificó que existe finalmente una gran dificultad para encontrar mujeres con las condiciones necesarias para ocupar cargos directivos, aún cuando la empresa reclutadora tenga la disposición de integrar directores del sexo femenino en su consejo.

Finalmente, distintas perspectivas, experiencias y estilos de comunicación no sólo entregarán valor agregado a cada reunión de directorio, sino que serán útiles ya que el directorio será más representativo de la comunidad y del mercado objetivo de la organización.

Dificultad para encontrar mujeres con las condiciones necesarias para desarrollar cargos directivos

Se detecta una baja presencia de mujeres en el proceso interno de elección de nuevos directores. Tal como se espera, profesionales del sexo femenino que traspasen con las barreras personales, culturales, profesionales y de entrada son escasas. Es además difícil encontrar mujeres con la experiencia necesaria para ejercer cargos directivos. Esta experiencia es relativa y depende de cada tipo de experiencia y persona. Si bien no existe un número de años de experiencia en particular, se puede medir el grado de experiencia al observar que puestos directivos o gerenciales un profesional ha dirigido. Es así como un profesional que ha desempeñado el cargo de Gerente General en una zona geográfica apartada, de una empresa pequeña, cerrada, con pocas aspiraciones de crecimiento durante 30 años, claramente no podrá ocupar el puesto de directorio de

una empresa o holding internacional de cotización abierta en muchos mercados y bolsas del mundo.

Muchas mujeres no desarrollan su vida profesional al igual que los hombres. Estas dedican tiempo a desarrollar su vida familiar. Renunciar a una carrera en ascenso impide generar la experiencia necesaria.

Tendencias

Se observa que, las empresas buscan ser más representativas de sus mercados, esto es, ya que existe evidencia que los mismos evalúan positivamente este tipo de iniciativas. Es así como en Chile distintas empresas han optado por incorporar en sus cúpulas directivas mujeres que representen de mejor medida los intereses y preferencia de sus consumidores. Las empresas de retail son un buen ejemplo de esta tendencia ya que poseen un mercado objetivo especialmente femenino e integrar mujeres en sus cargos gerenciales más importantes genera mayor representatividad por parte del consumidor.

El llamado público del Gobierno a generar paridad de género en sus filas gubernamentales, es quizás la tendencia que ha demostrado mayor interés y esta iniciativa ha instaurado el tema en el tapete nacional. La Directora Ejecutiva del SEP²⁶, Mónica Singuer, organismo dependiente del estado con el objetivo de administrar las empresas públicas del estado actuando como holding, ha indicado la importancia de esta iniciativa la cual ha sido replicada a muchas empresas de carácter tanto público como privado.

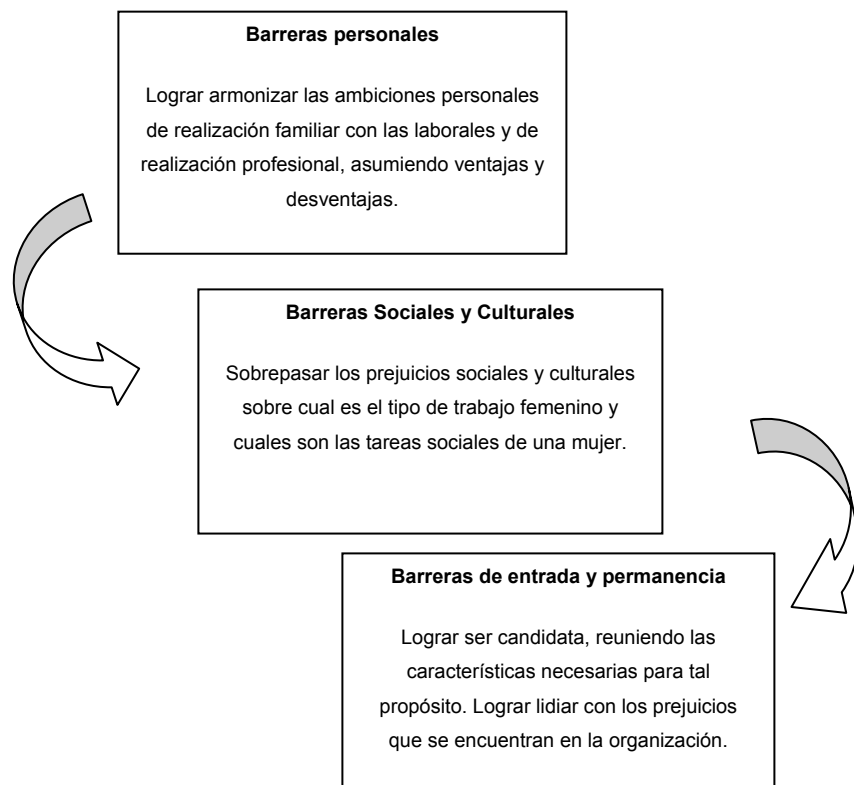
Existe a su vez un desafío para los directores a lo hora de coexistir con mujeres en un mismo directorio. Este desafío tiene correspondencia con la comparación entre las relaciones que se generan en un directorio masculino y las que se generan en un directorio que integra a mujeres. En un directorio netamente masculino, se generarían relaciones de camaradería entre los distintos miembros. Al existir mujeres en el

26 Sistema de Empresas Públicas

directorio, los integrantes masculinos se cohibirían de sus habituales prácticas y algunos se sentirían incómodos con la presencia femenina.

Para finalizar este capítulo, se destaca una entrevista con personeros del Servicio Nacional de la Mujer, pertenecientes al Departamento de Buenas Prácticas Laborales, quienes han indicado que las barreras que una mujer debe traspasar para poder situarse en un cargo directivo importante son múltiples. Al observar la Figura 1, se observa que la primera barrera es de carácter personal, en la cual se debe lograr buscar un equilibrio entre las distintas decisiones de realización familiar y las de realización profesional. Una segunda barrera social y cultural debe ser “barrida”, desobedeciendo de cierta manera a las normas socialmente esperadas, adquiriendo un estilo de vida más característico de los “hombres”. Finalmente, una candidata debe romper con las barreras de entrada y permanencia. Para este fin debe cumplir con los requisitos básicos técnicos, de confianza, experiencia y redes de contacto para ser candidata y lidiar con todos aquellos prejuicios que se encuentran dentro de una organización.

Figura 1



VII. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

Habiendo ya recorrido tres de los principales aspectos sobre la estructura y composición de los Gobiernos Corporativos en Chile y otros mercados comparables, podemos ya realizar algunos comentarios preliminares.

En primer lugar, es de vital importancia comprender y revisar la información disponible sobre Gobiernos Corporativos en Chile. En el transcurso de esta investigación se ha detectado desde la escasez de datos fidedignos o confiables, hasta la incongruencia de los mismos entre distintos organismos oficiales encargados de difundir dicha información. Esto es consecuencia, según juicio propio, de la poca importancia que tiene aún el estudio de estos temas por parte del fiscalizador y regulador como por parte del mercado que no ha requerido en forma habitual y continua dicha información. Es de vital importancia para un desarrollo permanente y serio en el contexto de los gobiernos corporativos, de la disposición de información en forma expedita y confiable, puesto que serán la base de posteriores conclusiones en distintos ámbitos de estudio.

Un segundo punto a abordar es en materia de la concentración de la propiedad. No resulta sustentable en el tiempo los niveles de concentración explicitados en este estudio, si es que lo que se pretende sea un desarrollo de un mercado financiero sólido a través del mecanismo de la libre competencia. Como ya se ha discutido en páginas anteriores, es de real importancia el aporte que pueden hacer los accionistas minoritarios al desarrollo empresarial, por cuanto los niveles de centralización del poder directivo pueden atentar en contra de este objetivo. Si bien el hecho de capturar un alto grado de propiedad en una firma no necesariamente afecta los intereses de los minoritarios, la evidencia muestra que efectivamente, aquellos con mayor propiedad, ejercen poder que podríamos definir como monopólico sobre estos. Es rol, en definitiva, del mercado, a través de la autorregulación, como del fiscalizador atender

este punto, puesto que hace del mercado financiero uno con menor proyección en el tiempo.

El tamaño de los directorios es un tema aún en debate entre los diferentes autores. Si bien no existe un número de directores óptimos, si se nota que tanto el exceso, como la escasez son perjudiciales para la mejor toma de decisiones de una empresa, lo cual repercute en los retornos de la misma y de quienes son propietarios de esta. Aún cuando no se pueda concluir algo definitivo al respecto, sí se puede afirmar que es de vital importancia que cada empresa pueda determinar, según sus propias características y necesidades, el número de directores y otros ámbitos, de la forma más eficaz y eficiente posible. Ante esto, nuevamente es de recalcar la importancia que tiene el estudio y desarrollo de la investigación de los gobiernos corporativos, puesto que darán lineamientos y patrones basales a seguir por los tomadores de decisiones desde un punto de vista más técnico y confiable, materia que aún está bastante lejos de considerarse desarrollado.

En lo relativo a la diversidad de género en la composición de los directorios, es preocupante la “cuasi” exclusión que se experimenta en la realidad de los directorios nacionales. Esta materia no había sido abordada hasta después de gestos gubernamentales que promovían la paridad de género en cargos directivos. Tanto la literatura como la experiencia comparada explicitan la lejanía del escenario nacional del teóricamente ideal, por cuanto existe evidencia de los beneficios de una mayor heterogeneidad de género en directorios.

BIBLIOGRAFÍA

ARFKEN, D. E., BELLAR, S. L. y HELMS, M. M. The Ultimate Glass Ceiling Revisited: The Presence of Woman on Corporate Boards, Journal of Business Ethics, 50, 177 – 186, 2004.

BECHT, M. P., BOLTON y A. ROEL. Corporate Governance and Control. National Bureau of Economic Research, Working Paper 9371, December 2002.

BERTRAND M. Y HALLOCK, K. The Gender Gap in Top Corporate Jobs. Industrial and Labor Relations Review, 55, 3-21, (2001).

BURKE, R. J. Woman Directors: Selection, Acceptance and Benefits of Board Membership, Corporate Governance: An International Review, 5, 118 – 125, 1997.

BURKE R. y MATTIS, M. Woman on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities, 2000.

CARTER, D. A., SIMKINS, B. J. y SIMPSON, W. G. Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value, The Financial Review, 38, 33 - 53, 2003.

CONYON, M. J. y PECK, S. I. Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries. The European Journal of Finance, 4, 291–304, (1998).

CONYON, M. y MALLIN, C. Women In The Boardroom: Evidence From Large UK Companies. Corporate Governance: An International Review, 5, 112-117, (1997)

COASE, R. The nature of the firm. *Económica*, 4, 386-405. (1937)

DAILY, C. M., CERTO, S. T. y DALTON, D.R. A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suite. Strategic Management Journal, 20, 93-99, (1999).

EISEMBERG, T., SUNDGREN, S. y WELLS, M. T. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms, Journal of Financial Economics, 48, 35-54. (1998)

ERHARDT, N. L., WERBEL, J. D. y SHRADER, C. B. Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. Corporate Governance: An International Review, 11, 102-111, (2003).

ESTES R. y HOSSEINI J. The Gender Gap on Wall Street: An Empirical Analysis of Confidence in Investments Decisions Making. Journal of Psychology ,122, 577-590, (1988).

FAMA, E. Agency Problems and the Theory of the Firm. Journal of Political Economy, 88, 288-307, (1980)

FORBES, D. P. y MILLIKEN, F. Cognition and Corporate Governance: Understanding Board of Directors as Strategic Decision-Making Groups. Academy of Management Review, Vol. 24, No. 3, 489-505, (1999).

GOTCHER, R. It Starts at the Top. InfoWorld, Vol. 21, No. 8, S8. (1999)

HILT, E. When did ownership separate from control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century. Working Paper 13093, (2007).

JENSEN, M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, Journal of Finance 48, 831-880. (1993)

JUDGE, W. Q. y ZEITHAML, C. P. Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process. Academy of Management Journal, 35, 766-794, (1992).

KUCZYNSKI, S. If Diversity, then higher Profits. HR Magazine, 44(13), 66-71, (1999)

LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY R. "Corporate Ownership Around the World". Journal of Finance, 54, (1999).

LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY R. Investor Protection and Corporate Valuation. Harvard University, Mimeo, (2000).

LEFORT, F. y WALKER, E. Gobierno Corporativo, Protección a Accionistas Minoritarios y Toma de Control. Documento de Discusión No1, SVS, (2001).

LIPTON, M., y LORSCH, J. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, Business Lawyer 48, 59-77. (1992)

LODERER, C., y U. PEYER. Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices, European Financial Management 8, 165-192. (2002)

MAJLUF, N., "et al". Governance and Ownership Structure in Chileans Groups, Revista ABANTE, 1: 1, 111-139, (1998)

OXELHEIM, L. y RANDØY, T. The impact of Foreign Boards Membership on Firm Value. Journal of Banking and Finance, 27, 2369-2392, (2003)

RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. Financial Dependence and Growth. The American Economic Review. 88 pp 559-586. (1998)

SHRADER, C. B., BLACKBURN, V. B. e ILES, P. Woman in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study. Journal of Management Issues, 9, 355-372, (1997).

SHLEIFER, A. y VICHNY R. A Surrey on Corporate Governance. Working paper 5554, (1996).

SINGH, V., VINNICOMBE, S. y JOHNSON, P. Women Directors on Top UK Boards? Evidence and Theoretical Explanations, Corporate Governance: An International Review, 12, 479-488, (2004)

SUNDEN A. AND SURETTE B. Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Savings Plans. American Economic Review, 88, 207-211, (1998).

VAN DEN BERGHE, L. y LEVRAU, A. Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board?. , Corporate Governance: An International Review, 12, 461-478, (2004)

WURGLER, J. Financial Markets and the Allocation of Capital. Journal of Financial Economics, Vol. 58, 187-214, (2000).

YERMACK, D. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. Journal of Financial Economics, 40, 185 - 211, (1996).

Referencias:

Biblioteca del Congreso Nacional de la República de Chile. Ley del Mercado de

Valores (ley 18.045), Ley de Opas (Ley19.705)

Bolsa de Comercio de Santiago.

Memorias anuales de empresas y páginas Web.

White Paper sobre Gobierno Corporativo, OECD.