



# **Compensación de ejecutivos**

## **Evidencia desde el mercado chileno**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR EN ADMINISTRACIÓN  
DE NEGOCIOS**

CRISTIAN ROBERTO MILLÁN TOLEDO

Profesor Guía: PhD. Juan Pablo Torres Cepeda.  
Profesor Co-Guía: PhD. Francisco Marcet Orellana.

Santiago, septiembre de 2022

## **AGRADECIMIENTOS**

Les quiero dedicar mis agradecimientos a mi familia, compañeros de estudio y a todos los profesores del programa que me guiaron y dieron todo su apoyo. En especial les quiero agradecer a los profesores Francisco Marcet y Juan Pablo Torres por su dedicación, guía y ánimo que me han brindado durante todo este proceso.

# TABLA DE CONTENIDOS

<b>RESUMEN .....</b>	<b>1</b>
<b>1. CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN Y PRESENTACIÓN DE ESTUDIOS .....</b>	<b>8</b>
<b>1.1 MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>12</b>
1.1.1 Teoría de agencia .....	14
1.1.2 Teoría del poder gerencial .....	16
1.1.3 Teoría de la evaluación del desempeño relativo.....	18
1.1.4 Compensación ejecutiva y rendimiento de las compañías.....	20
1.1.5 Gobiernos corporativos y mercados emergentes.....	22
1.1.6 Legislación y concentración de propiedad .....	24
1.1.7 Crisis financieras y compensaciones ejecutivas .....	25
<b>1.2 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN Y MARCO DE REFERENCIA .....</b>	<b>27</b>
<b>1.3 DISEÑO METODOLÓGICO.....</b>	<b>30</b>
<b>1.4 RESUMEN DE LOS CAPÍTULOS DE LA TESIS DOCTORAL .....</b>	<b>32</b>
<b>2. CAPÍTULO 2: MARCO GENERAL DEL SISTEMA DE COMPENSACIONES DE EJECUTIVOS EN CHILE.....</b>	<b>35</b>
<b>2.1 INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>35</b>
<b>2.2 CONSTRUCCIÓN DE LA BASE DE DATOS.....</b>	<b>38</b>
2.2.1 Plana Ejecutiva.....	39
2.2.2 Directorio .....	39
2.2.3 Comité de directores.....	40
<b>2.3 ANÁLISIS DE LA MUESTRA .....</b>	<b>40</b>
2.3.1 Análisis de la Plana Ejecutiva .....	41
2.3.2 Análisis del comité de directores .....	46
2.3.3 Análisis del directorio.....	52
2.3.4 Análisis de compensaciones de la plana ejecutiva y variables macroeconómicas. ....	57
2.3.5 Compensaciones en el contexto Latinoamericano .....	62
<b>2.4 DISCUSIÓN .....</b>	<b>63</b>
<b>2.5 CONCLUSIONES .....</b>	<b>64</b>
<b>3. CAPÍTULO 3: COMPENSACIÓN DE EJECUTIVOS, UNA MIRADA DESDE LA TEORÍA DE AGENCIA Y TEORÍA DEL PODER GERENCIAL. ....</b>	<b>67</b>
<b>3.1 INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>67</b>
<b>3.2 REVISIÓN DE LA LITERATURA .....</b>	<b>69</b>
<b>3.3 DESARROLLO DE HIPÓTESIS.....</b>	<b>73</b>
3.3.1 Teoría de agencia. ....	73
3.3.2 Teoría del poder gerencial .....	75
<b>3.4 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....</b>	<b>77</b>
3.4.1 Modelo de la teoría de agencia .....	77
3.4.2 Modelo del poder gerencial.....	78
<b>3.5 MUESTRA .....</b>	<b>79</b>
<b>3.6 DESCRIPCIÓN DE VARIABLES .....</b>	<b>82</b>
3.6.1 Variables dependientes .....	82
3.6.2 Variables independientes .....	83
<b>3.7 RESULTADOS.....</b>	<b>85</b>
3.7.1 Resultados de la teoría de agencia .....	85
3.7.2 Resultados del poder gerencial.....	89

3.8	<i>DISCUSIÓN</i> .....	96
3.9	<i>CONCLUSIONES</i> .....	97
<b>4.</b>	<b>CAPÍTULO 4: COMPENSACIONES DE LA PLANA EJECUTIVA ¿PAGO POR HABILIDAD O DESEMPEÑO DEL SECTOR?</b> .....	<b>100</b>
4.1	<i>INTRODUCCIÓN</i> .....	100
4.2	<i>REVISIÓN DE LA LITERATURA</i> .....	103
4.3	<i>DESARROLLO DE LA HIPÓTESIS</i> .....	107
4.3.1	<i>Teoría del pago rendimiento relativo</i> .....	107
4.4	<i>METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN</i> .....	108
4.4.1	<i>Modelo de movimientos industriales (rendimiento relativo)</i> .....	108
4.5	<i>MUESTRA</i> .....	110
4.6	<i>DESCRIPCIÓN DE VARIABLES</i> .....	111
4.6.1	<i>Variable dependiente</i> .....	111
4.6.2	<i>Variables independientes</i> .....	111
4.7	<i>RESULTADOS</i> .....	112
4.7.1	<i>Resultados del modelo de movimientos industriales</i> .....	112
4.8	<i>DISCUSIÓN</i> .....	120
4.9	<i>CONCLUSIONES</i> .....	121
<b>5.</b>	<b>CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES DE LA TESIS DOCTORAL</b> .....	<b>123</b>
5.1	<i>IMPLICANCIAS TEÓRICAS DE LA TESIS</i> .....	127
5.2	<i>IMPLICANCIAS PRÁCTICAS DE LA TESIS</i> .....	128
5.3	<i>LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN</i> .....	129
	<b>REFERENCIAS</b> .....	<b>130</b>

## INDICE DE TABLAS

<b>TABLA N° 1</b> ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA DE LA INFORMACIÓN DE LA PLANA EJECUTIVA DE LAS COMPAÑÍAS.....	41
<b>TABLA N° 2</b> COMPENSACIÓN DE LA PLANA EJECUTIVA POR INDUSTRIA (2005-2018).....	43
<b>TABLA N° 3</b> RESUMEN ESTADÍSTICO PRE Y POST CRISIS FINANCIERA AÑO 2008.....	44
<b>TABLA N° 4</b> RESUMEN ESTADÍSTICO INFORMACIÓN DEL COMITÉ DE DIRECTORES.....	47
<b>TABLA N° 5</b> RESUMEN ESTADÍSTICO INFORMACIÓN DEL DIRECTORIO.....	52
<b>TABLA N° 6</b> ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA DE LA MUESTRA.....	80
<b>TABLA N° 7</b> COEFICIENTES DE CORRELACIÓN POR PARES.....	81
<b>TABLA N° 8</b> REGRESIÓN REMUNERACIONES DE LA PLANA EJECUTIVA Y EL RENDIMIENTO CORPORATIVO .....	86
<b>TABLA N° 9</b> REGRESIÓN REMUNERACIONES DE LA PLANA EJECUTIVA Y EL RENDIMIENTO CORPORATIVO (CON Y SIN EFECTO FIJO).....	88
<b>TABLA N° 10</b> REGRESIÓN REMUNERACIONES CEO Y DIMENSIONES DEL PODER GERENCIAL.....	91
<b>TABLA N° 11</b> REGRESIÓN REMUNERACIONES DEL CEO Y PODER GERENCIAL (CON Y SIN EFECTO FIJO)..	93
<b>TABLA N° 12</b> INTENSIDAD DE LA DIMENSIÓN DEL PODER DE PROPIEDAD.....	94
<b>TABLA N° 13</b> ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA DE FACTORES DE RENDIMIENTO Y COMPENSACIONES DE EJECUTIVOS.....	110
<b>TABLA N° 14</b> REGRESIÓN DE MOVIMIENTOS INDUSTRIALES.....	113
<b>TABLA N° 15</b> REGRESIÓN DE RENDIMIENTOS RESIDUALES.....	115
<b>TABLA N° 16</b> REGRESIÓN DE MOVIMIENTOS INDUSTRIALES CON CONTROL ADICIONAL.....	117
<b>TABLA N° 17</b> REGRESIÓN DE RENDIMIENTOS RESIDUALES CON CONTROL ADICIONAL.....	118

## INDICE DE FIGURAS

<b>FIGURA Nº 1</b> MARCO DE REFERENCIA DE LA INVESTIGACIÓN.....	32
<b>FIGURA Nº 2</b> PROMEDIO DE COMPENSACIONES DE LA PLANA EJECUTIVA. ....	42
<b>FIGURA Nº 3</b> PROMEDIO DE COMPENSACIONES DE LA PLANA EJECUTIVA PRE Y POST CRISIS FINANCIERA. .....	45
<b>FIGURA Nº 4</b> INCLUSIÓN DE LA MUJER EN EL COMITÉ DE DIRECTORES EN LAS COMPAÑÍAS.....	48
<b>FIGURA Nº 5</b> TENDENCIA DE COMPENSACIONES DEL COMITÉ DE DIRECTORES. ....	49
<b>FIGURA Nº 6</b> PROMEDIO DE COMPENSACIONES DEL COMITÉ DE DIRECTORES PRE Y POST CRISIS FINANCIERA .....	50
<b>FIGURA Nº 7</b> EVOLUCIÓN DE DIRECTORES INDEPENDIENTES EN EL COMITÉ DE DIRECTORES.....	51
<b>FIGURA Nº 8</b> INCLUSIÓN DE LA MUJER EN LOS DIRECTORIOS DE LAS COMPAÑÍAS. ....	53
<b>FIGURA Nº 9</b> TENDENCIA DE COMPENSACIONES DEL DIRECTORIO. ....	54
<b>FIGURA Nº 10</b> PROMEDIO DE COMPENSACIONES DEL DIRECTORIO PRE Y POST CRISIS FINANCIERA 2008. .....	55
<b>FIGURA Nº 11</b> TENDENCIA DE DIRECTORES INDEPENDIENTES EN EL DIRECTORIO.....	56
<b>FIGURA Nº 12</b> VARIACIÓN DE LAS COMPENSACIONES PROMEDIO DE LA PLANA EJECUTIVA (UF) E ÍNDICE IPSA. ....	59
<b>FIGURA Nº 13</b> COMPENSACIONES DE LA PLANA EJECUTIVA Y TASA DE DESEMPLEO.....	60
<b>FIGURA Nº 14</b> TENDENCIA DE COMPENSACIONES PROMEDIO DE LA PLANA EJECUTIVA (UF) Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	61
<b>FIGURA Nº 15</b> COMPOSICIÓN DE LA DIMENSIÓN DEL PODER DE PROPIEDAD EN EL MERCADO CHILENO ..	95

## RESUMEN

En la presente tesis doctoral se estudia la relevancia del sistema de compensaciones de los principales ejecutivos y su relación con el desempeño de las compañías. La búsqueda de diferentes determinantes que expliquen los niveles de las compensaciones ejecutivas ha sido un tema de mucho interés en la literatura financiera y de gestión, debido a que la evidencia encontrada no ha sido concluyente en este tema. En la literatura se han desarrollado diferentes teorías relacionadas con el rendimiento corporativo, fuentes de poder, así como la búsqueda de factores exógenos a la gestión, con la finalidad de explicar el fenómeno de los altos niveles de compensaciones pagados a los ejecutivos (y sus determinantes). Se han estudiado diferentes enfoques, ya que, no se encuentra solo una causa que pueda explicar las compensaciones de los ejecutivos. Bajo este contexto, para explicar los niveles de compensaciones ejecutivas, en la tesis se desarrolla la teoría de agencia, en la cual existiría un vínculo entre el esfuerzo del ejecutivo, el rendimiento corporativo y sus niveles de pago (alineando las expectativas de los inversionistas y los incentivos de los ejecutivos). Desde otro enfoque, se desarrolla la teoría del poder gerencial, donde los niveles de compensaciones ejecutivas serían resultado de la intensidad de diversas fuentes de poder de los altos ejecutivos de las compañías. Esta última teoría, estaría en contraposición con la teoría de agencia, ya que, las compensaciones no serían resultado del desempeño corporativo. Para finalizar, en la tesis se desarrolla la teoría de la evaluación del desempeño relativo, donde se estudia si los pagos a los ejecutivos serían resultado de su habilidad como ejecutivo, o si sus compensaciones se vinculan con el rendimiento de la industria donde actúan (factor exógeno a la gestión del ejecutivo). El contexto en el cual se desarrolla la tesis es en el mercado emergente de Chile, el cual, cuenta con ser un mercado con una alta concentración de propiedad.

En la tesis se realiza el desarrollo de las teorías de: agencia, poder y desempeño relativo. Se realiza el desarrollo desde diferentes enfoques teóricos, esto es debido a la existencia de una tensión entre ellas. Es decir, se contraponen diferentes teorías y se busca evidencia sobre si ellas son excluyentes o complementarias, para finalmente

entregar diferentes piezas que nos ayuden a explicar los niveles de compensaciones ejecutivas desde un mercado emergente.

La importancia de estudiar el fenómeno de los niveles de compensaciones ejecutivas, se debe a que, se han buscado diferentes mecanismos que puedan alinear los intereses de los inversionistas y los ejecutivos. Los altos niveles de pagos recibidos por los ejecutivos, ha sido materia de cuestionamiento, debido a que los investigadores han buscado diferentes determinantes que expliquen los montos pagados a los ejecutivos. Sin embargo, esta búsqueda no ha sido fácil, por lo cual, se han desarrollado diferentes teorías para tratar de comprender, tanto factores endógenos como exógenos a la habilidad gerencial. Tratando de comprender finalmente cuales son las razones por las cuales se les paga a los ejecutivos, ya sea, se les paga por habilidad, poder, características personales o por factores no controlables por los ejecutivos.

La tesis doctoral entrega nueva evidencia acerca del sistema de compensaciones desde la economía emergente de Chile. Para ello, la tesis está compuesta por tres diferentes investigaciones, en las cuales, se utilizan diferentes aproximaciones y teorías para explicar esta materia.

En la primera investigación (Capítulo nº2) se entrega un análisis general descriptivo, caracterizando el sistema de compensaciones de la economía emergente de Chile. La segunda investigación (Capítulo nº3) se enfoca en dos teorías, la teoría de agencia y la teoría del poder gerencial. Finalmente, en la tercera investigación (Capítulo nº4) se explora la teoría del pago por el desempeño relativo y su efecto sobre las compensaciones ejecutivas.

La presente tesis doctoral tiene como objetivo enriquecer la literatura financiera y de gestión, además, se espera contribuir a mejorar y/o refinar diferentes enfoques teóricos, debido a que, podrían existir diferentes resultados cuando estas teorías se aplican en contextos de economía emergentes, en contraste a las economías desarrolladas.

En la primera investigación (Capítulo nº2), se realiza un estudio descriptivo, mediante una revisión general del sistema de compensaciones de ejecutivos en la economía emergente de Chile. El objetivo principal es entregar una caracterización y visión general del sistema de compensaciones de la plana ejecutiva, directorio y comité de directores. Incluyendo su funcionamiento y estructuras generales del sistema en el mercado chileno. Finalmente se realizó el estudio para comprender su funcionamiento, e identificar hechos relevantes que nos podrían guiar hacia preguntas de investigación para un futuro desarrollo empírico. En este estudio se analizaron 476 memorias de 34 empresas no financieras, las cuales se encontraban indexadas en el índice IPSA. El período de tiempo de la muestra abarca desde el año 2005 al 2018. Nuestros resultados sugieren que la normativa legal es bastante general en el ámbito de las compensaciones declaradas. Los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva son declarados solo de forma agregada, por lo cual, no se tiene información detallada del CEO, CFO u otro ejecutivo principal. Lo anterior, puede ser una barrera de transparencia de la información publicada por las compañías. Además, se encontró que durante el período de crisis económica año 2008-2009, el monto de las compensaciones aumentó mientras que los indicadores macroeconómicos se deterioraban. Es por lo anterior, que nos preguntamos si las razones podrían estar relacionadas con una retención del talento ejecutivo, o quizás por débiles gobiernos corporativos. Desde el año 2012 se ha visto un aumento el número de directores independientes en los directorios. Por otro lado, el aumento porcentual de las remuneraciones de la plana ejecutiva a través del tiempo sería mayor en comparación con el aumento de los salarios del país, lo que podría implicar un diferencial salarial, privilegiando a los estamentos más altos de las organizaciones, lo que tendría como consecuencia una mayor brecha salarial entre los diferentes estamentos sociales en el país.

En la segunda investigación (Capítulo nº3), se realiza un estudio empírico, que se centra en la investigación de las compensaciones de la plana ejecutiva y sus determinantes, desde dos diferentes teorías: agencia y poder. Desde la perspectiva de la teoría de agencia, los contratos de compensaciones son un mecanismo para alinear las expectativas del principal y agente (Jensen y Meckling, 1976). Lo anterior, tiene

como resultado que los contratos de incentivos se centrarían en el objetivo final de maximizar el valor para los accionistas. Por lo cual, es relevante identificar los diferentes determinantes que actúan sobre la compensación ejecutiva (Hameed et al., 2022; Ramgath y Bussin, 2022). Una de las medidas generales que se consideran para la cuantificación del monto de las compensaciones de los ejecutivos son su vinculación a medidas de desempeño corporativo.

Los niveles de pago de las compensaciones de los ejecutivos asociados a variables de rendimiento, podría estar relacionado con el tamaño de los activos y no necesariamente al rendimiento corporativo (más activos, más compensaciones), podría ser que las diferencias en estos indicadores corresponda a un efecto de tamaño y no necesariamente estar asociado al rendimiento.

En nuestros hallazgos, se destaca que la variable de rendimiento corporativo ROA es significativa y positiva. Un mayor nivel de ROA, implicaría un mayor desempeño corporativo, incluso considerando el control sobre los activos (tamaño). A su vez, un mayor nivel de la variable ROA, implicaría un mayor nivel de compensación ejecutiva. Por lo cual, un mayor nivel de esfuerzo por parte de la plana ejecutiva, se vería premiado con un mayor nivel de pago en el mercado emergente de Chile.

Por otro lado, los contratos de incentivos óptimos pueden depender de variables que podrían no ser observables como la aversión al riesgo del CEO, el costo de su esfuerzo y la dotación de riqueza previa. Estos factores exógenos a la gestión, puede tener incidencia sobre los niveles del pago ejecutivo.

La teoría del poder gerencial se ha centrado en poder explicar la relevancia del poder de los ejecutivos en las compañías. Un ejecutivo con un alto nivel de poder podría tener la capacidad para ejercer algún tipo de manipulación a los contratos de compensaciones, con la finalidad de obtener mayores pagos (Pathan et al., 2022; Bouteska y Mefteh-Wali, 2021; Wang et al., 2021).

En este caso, el pago hacia los ejecutivos sería el resultado de una negociación entre él y el consejo de administración de la compañía, y a través del cual toman una forma concreta las fuerzas de oferta y demanda, las cuales operan en el mercado del trabajo (Shaw, 2006).

Considerando este enfoque, los hallazgos encontrados en nuestra investigación sugieren que el poder de propiedad (parentesco con el fundador o ejecutivos) es significativa con signo positivo. Lo anterior, nos indica que, a mayor vínculo con los fundadores o ejecutivos de la compañía, el nivel de compensaciones es mayor para el CEO en la muestra analizada. Este hallazgo, nos sugiere que, en mercados con una alta concentración de propiedad, la dimensión del poder de propiedad (factor exógeno a la habilidad) juega un importante rol como determinante de las compensaciones, pagando a los CEOs por sus vínculos familiares-personales con los fundadores de la compañía (quienes delegarían la administración a familiares o personas de confianza) y no necesariamente son compensados por su habilidad de gestión.

En la tercera investigación (Capítulo nº4), es de carácter empírico y esta focalizado en el estudio de la teoría de la evaluación de rendimiento relativo. En las empresas es común ver que los trabajadores sean remunerados no solo por su propio desempeño, sino que también, por su desempeño medido en relación con el desempeño de sus compañeros de trabajo (Gibbons y Murphy, 1990). La evaluación del desempeño relativo considera el pago de compensaciones basado en el desempeño de una empresa en relación con un grupo predeterminado de empresas pares (Bizjak et al., 2022; De Angelis y Grinstein, 2020).

En nuestra investigación se encontró una relación diferente de cero entre los rendimientos de la industria comparándolos con los rendimientos corporativos, lo que indica que, ante un aumento en los rendimientos de las empresas pares, esto se traduce en una baja en las compensaciones ejecutivas. Además, la evidencia nos sugiere que, considerando el pago por desempeño, el efecto del ROA residual debería ser muy bajo, ya que, se estaría pagando por el rendimiento de la compañía, y en este caso se les estaría pagando por lo que superan a la industria en desempeño. Finalmente, a los

ejecutivos se les pagaría por el rendimiento de la compañía y, además, por el rendimiento relativo al mercado. Es por lo anterior, que la evidencia encontrada nos sugiere que la teoría de agencia no explicaría tan claramente las compensaciones de los ejecutivos. Finalmente, la investigación entrega nueva evidencia empírica que apoya la consideración de los pares en la industria al momento de confeccionar contratos de compensaciones. De esta forma, el trabajo desarrollado les puede servir a los comités empresariales, para que consideren el efecto de las variaciones de la industria al momento de diseñar sus sistemas de compensaciones.

La tesis contribuye al debate y a la comprensión del fenómeno de los pagos ejecutivos en el contexto de un mercado emergente. En la tesis, se utilizan diferentes teorías desarrolladas en la literatura: teoría de agencia (Hassen y Militaire, 2020; Li et al., 2016), teoría del poder gerencial (Göx, y Hemmer, 2020; Chen et al., 2011) y la teoría de la evaluación del desempeño relativo (Bizjak, Kalpathy, Li y Young, 2022). Se contribuye a la literatura con un foco en los mercados emergentes, donde es difícil tener acceso a la información de las compensaciones de los ejecutivos (Fan et al., 2011), por tal motivo, se desarrolló una base de datos exclusiva para esta investigación.

En segundo lugar, se contribuye mediante una revisión de la literatura relevante del área, contrastando diversas teorías (agencia, poder y desempeño relativo). Presentando una descripción de las características e identificando las principales particularidades del sistema de compensaciones de ejecutivos en una economía emergente.

Tercero, desde el enfoque de la teoría de agencia, esta teoría no explicaría tan claramente las compensaciones de los ejecutivos en el mercado emergente de Chile. Ya que, hay evidencia donde el pago factores externos es tan relevante como el pago por desempeño (Bell et al., 2021; Shang et al., 2020). Por lo cual, existirían otras teorías (poder y desempeño relativo) que complementan la comprensión del fenómeno (Wang et al., 2021; Akram et al., 2019).

En cuarto lugar, la tesis contribuye a la literatura desde la teoría del poder gerencial, destacando que en el mercado emergente de Chile, donde existe una alta concentración de propiedad (Espinoza, 2009; Lefort y Walker, 2000). Los vínculos familiares serían importantes (Foong y Lim, 2022; Chen et al., 2021; Ntim et al., 2019) en las corporaciones en el mercado emergente estudiado, lo que podría ser utilizado como un mecanismo de retención del poder desde el inversionista controlador. Desde la teoría del pago por desempeño relativo, se evidencia que las compensaciones ejecutivos, son influenciadas por el rendimiento relativo a sus pares (Bizjak et al., 2022; Bell et al., 2021).

Para concluir, cabe señalar que los estudios realizados en la tesis doctoral aportan nueva evidencia a la literatura financiera y de gestión desde tres diferentes teorías aplicadas en un mercado emergente. Entregando una oportunidad para desarrollar aportes y nuevas líneas de investigación en contextos de países emergentes, donde las condiciones legislativas y de estructura de sus mercados son diferentes a los desarrollados.

## **1. Capítulo 1: Introducción y presentación de estudios**

Un tema controversial y de mucho interés en la literatura financiera y de gestión son los altos niveles de las compensaciones pagados a los ejecutivos. Es controversial, debido a que la evidencia que se ha encontrado por los investigadores no ha sido concluyente respecto si los ejecutivos son pagados en base a un contrato óptimo, o, por el contrario, sus compensaciones son el resultado de la utilización de su poder u otro factor. Esta controversia se denomina un puzle, debido a que no hay evidencia o teorías concluyente que entreguen una claridad respecto a los determinantes de las compensaciones que puedan explicar sus movimientos.

Es relevante el comprender bajo que parámetros se les debería pagar a los principales ejecutivos en las empresas, debido a que ellos, son los responsables de la dirección y el rendimiento corporativo, por ello, una buena o mala gestión empresarial, es un determinante importante de la permanencia y existencia de la organización en el largo plazo. Por lo cual, se ha tratado de alinear los objetivos de los inversionistas y de los administradores mediante la incorporación de compensaciones vinculadas a objetivos.

En este sentido, la estructura de remuneraciones ejecutiva debería ser mixta, esto quiere decir, que una parte de sus remuneraciones sería fija y otra variable. Las remuneraciones fijas se pagan independiente del desempeño del ejecutivo, por otro lado, las remuneraciones variables son compensaciones vinculadas al desempeño del ejecutivo y su aporte de valor a la compañía, reflejado bajo indicadores de rendimiento (si realiza una buena gestión, se les compensa con un monto mayor o viceversa), alineando de esta forma un componente del incentivo al resultado corporativo. Por otro lado, puede ocurrir que, en algunos casos, no este correlacionado el nivel de compensaciones con el rendimiento corporativo. Es por ello, que podrían existir factores exógenos a la gestión ejecutiva que influyen en sus montos de pagos.

En el contexto de los países emergentes latinoamericanos, la evidencia acerca de compensaciones ejecutivas es bastante limitado. Esta limitación podría ser resultado de la baja profundidad de sus mercados, como por su diferente legislación en la entrega de información pública por parte de las empresas, diversos entes reguladores, atomización de propiedad y composición industrial, los hacen ser mercados particularmente diferente a los mercados desarrollados.

En el mercado emergente de Chile, existen factores asociados a una alta concentración de propiedad en las compañías, donde podrían existir vínculos entre los ejecutivos de las compañías y los fundadores o controladores de las empresas, que explicarían los niveles de compensaciones, independiente del desempeño corporativo. Así como la existencia de un mercado donde existen un bajo número de compañías por industria, pueden influir en las compensaciones, pagándoles a los ejecutivos por el rendimiento industrial, quizás impulsado por factores exógenos. Quizás le va bien a la compañía porque a la industria le fue así, y no necesariamente responde a la habilidad del ejecutivo. Por otro lado, las compañías más grandes del país podrían tener un desarrollo y mejores gobiernos corporativos, donde los indicadores de rendimiento podrían explicar el nivel de las compensaciones ejecutivas.

La línea de investigación acerca de las compensaciones ejecutivas tiene sus orígenes en el problema de agencia (Smith, 1776), donde se ha escrito acerca de los problemas que podrían existir entre las personas que administran y quienes tienen el control de la propiedad. Hoy en día los ejecutivos de las empresas administran las riquezas de otras personas. Es por esto, que no es de esperar que los administradores lo hagan con igual rigurosidad, como la harían los socios de una firma. Es por esto, que los investigadores han desarrollado diferentes teorías con la finalidad de entregar diversos enfoques para explicar los pagos hacia los ejecutivos.

La teoría de agencia sugiere la existencia de una relación contractual entre los propietarios y administradores de las compañías. Cuando el contrato de agencia es ejecutado por los accionistas, los ejecutivos ejercen un esfuerzo para maximizar el rendimiento de la empresa y proporcionar a los accionistas un flujo estable de dividendos (Jensen y Meckling, 1976). La investigación de compensaciones ejecutivas

se ha desarrollado principalmente en economías desarrolladas (e.g. Core et al., 1999; Morse et al., 2011). Por lo que existe muy poca evidencia desde economías emergentes.

Una buena medida de los incentivos depende de cómo el comportamiento del administrador puede afectar el valor de la compañía (Baker y Hall , 2004). La utilización de la evaluación del desempeño relativo de los ejecutivos (Diamond y Berrocha, 1982) sugiere que los contratos de incentivos deben depurar cualquier componente sistemático en el desempeño medido, debido a que, se debe eliminar cualquier componente exógeno que tenga un impacto asociado. Esta línea de investigación ha despertado el interés de los investigadores hasta nuestros días, encontrando evidencia con diversos resultados. Como ejemplo, en el mercado alemán se ha encontrado evidencia de la existencia de una relación entre el tamaño de la compañía y el monto de las compensaciones ejecutivas, además se desarrolló una nueva base de datos que entrega información sobre el sistema de compensaciones en Alemania (Beck, Friedl y Schäfer, 2020). Los tamaños de las compañías, podrían estar relacionados con la creciente globalización de los mercados. En este sentido, se ha evidenciado un aumento de los montos pagados en compensaciones, ya que las exportaciones y la inversión extranjera han potenciado el tamaño de las compañías y se esa forma se mejoran los indicadores de rendimiento (Keller y Olney 2021).

En la búsqueda para explicar los niveles de pagos en las compensaciones ejecutivas, se han desarrollado diferentes enfoques teóricos, entre ellos, la teoría del poder gerencial ha tenido un menor desarrollo en la literatura. En este enfoque principalmente se estudian diferentes dimensiones asociadas al poder de los ejecutivos. Se han descrito las fuentes del poder como una pieza del puzle de las compensaciones, ya que, ayuda a comprender la relación entre las compensaciones y el rendimiento corporativo (Steers y Ungson, 1987). Se han identificado cuatro dimensiones del poder de los altos ejecutivos, estos son: el poder estructural, poder de propiedad, poder de experto y poder de prestigio (Finkelstein, 1992). De acuerdo con este enfoque, el poder de los ejecutivos viene expresado desde diferentes fuentes, por lo cual, los ejecutivos podrían influir en sus montos de compensaciones por sus características personales y

no necesariamente por su habilidad. Hay evidencia que apoya la influencia del poder gerencial y su impacto en el nivel de las compensaciones ejecutivas. Esta evidencia sugiere que las dimensiones del poder estructural y poder de prestigio están relacionada de forma positiva con las compensaciones ejecutivas (Chen et al. 2011).

La habilidad de gestión de los ejecutivos debería verse reflejado, por un lado, en el desempeño corporativo y por otro en su nivel de pago. Según la teoría de agencia el contrato debería incluir solo aspectos controlables por los ejecutivos y sobre esa evaluación fijar su nivel de pago, sin embargo, no necesariamente esto funciona así. En este sentido, se desarrolló la teoría de la evaluación del desempeño relativo. Este método puede extraer efectivamente el esfuerzo individual de los gerentes y mitigar los problemas de agencia. La teoría sugiere que es necesario excluir el efecto combinado de los grupos de pares (Diamond y Verrecchia, 1982; Holmstrom, 1979). Filtrar los *shocks* que están fuera del control de un gerente brinda mejor información sobre la capacidad gerencial, permite una mejor distribución de riesgos entre el gerente y los accionistas, genera un esfuerzo costoso y reduce los costos de contratación (Bizjak et al., 2022).

Considerando los factores no controlables por lo ejecutivos y que podrían afectar el rendimiento corporativo y sus compensaciones, la composición de la industria, pueden tener un efecto (positivo o negativo) sobre los resultados de indicadores corporativos (más allá de la habilidad gerencial). Es en este sentido, se ha encontrado una correlación con los rendimientos de la industria, y es decisión del CEO el tener tal exposición. En tal escenario, existe una relación positiva entre las compensaciones de los ejecutivos y el desempeño de la industria (Gopalan et al. (2010).

Estudiar la economía emergente de Chile es relevante, debido a la existencia de un fenómeno de alta concentración de propiedad en sus compañías y conglomerados (Espinoza, 2009; Lefort y Walker, 2000; Majluf et al., 1998). Este fenómeno podría tener implicancias, ya que, nuestros resultados podrían ser diferentes a la evidencias encontrada en las economías desarrolladas (con estructuras diferentes). La economía emergente de Chile entrega un entorno con estabilidad política y económica, en contraste con otras economías emergentes que no cuentan con esta estabilidad (e.g.

economías emergentes asiáticas). De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, en su informe de perspectiva de la economía mundial del mes de Enero (2019), las proyecciones para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se proyecta para el año 2019 un crecimiento de 4,2%, siendo éste relativamente más del doble del crecimiento esperado para las economías avanzadas, teniendo las economías emergentes un rol fundamental en el crecimiento global (período pre-emergencia sanitaria y económica).

La motivación de la presente tesis doctoral está en el hecho que se observó la existencia de una brecha en el desarrollo en la literatura, respecto a compensación ejecutiva en mercados emergentes. Lo anterior, se debe principalmente a que, en este tipo de mercados, el acceso a esta información mediante bases de datos es muy escaso. Es por lo cual que, para poder realizar la presente investigación, es clave poder encontrar una fuente de donde extraer esta información. Además, entregamos evidencia desde nuevas teorías sobre las compensaciones, las cuales no han sido mayormente desarrolladas, y con una escasa evidencia en mercados emergentes. La disponibilidad de información es fundamental para poder desarrollar las investigaciones, el acceso en bases de datos da un impulso relevante para su desarrollo. En los mercados emergentes es muy difícil obtener datos sobre la compensación de los ejecutivos en entornos con grandes accionistas (Fan et al., 2011).

## ***1.1 Marco Teórico***

El estudio de las compensaciones ejecutivas ha sido de interés para los investigadores, debido a que la evidencia encontrada no ha sido concluyente respecto si los ejecutivos son pagados en base a un contrato de incentivos óptimos, por el resultado de la utilización de su poder para extraer riquezas desde las compañías, o si esto se debe a factores exógenos a su gestión. Este fenómeno es denominado un puzle, debido a que no hay evidencia que entreguen una claridad respecto a los determinantes que puedan explicar sus pagos.

Hay muchas teorías y evidencias sobre la relación existente entre el agente y principal y teoría de contratos óptimos, cuando el dueño de la compañía delega a la administración la gestión de sus activos, con la finalidad que el administrador desempeñe su mejor esfuerzo para maximizar el valor de la compañía y no para su propio beneficio. Respondiendo a esta relación se han desarrollado e investigado sobre la teoría de agencia (Jensen y Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Li et al., 2016; Hassen y Militaire, 2020).

Nos preguntamos en la práctica ¿Cómo las compañías remuneran a sus principales ejecutivos en la economía emergente de Chile? De acuerdo con la evidencia, en la práctica las estructuras de remuneraciones ejecutivas son mixtas, contando con un componente fijo más otro variable (comisiones, bonos, opción sobre acciones, entre otros). Lo anterior, dado el desarrollo económico y regulatorios de los países emergentes. En el caso de Chile, este cuenta con un mercado desarrollado importante, en el cual se han realizado importantes avances en asuntos de regulación financiera y gobiernos corporativos de las empresas, lo que permite una mejor entrega de información de la empresa al ente regulador y a las partes interesadas.

No en todos los países emergentes es fácil encontrar evidencia empírica de las compensaciones ejecutivas, ya que, existen países que entregan más apertura, debido a factores como la profundidad del mercado, competitividad, mayor acceso a financiamiento externo, entre otros factores.

En el caso de Chile, se confluyen diferentes características, como la existencia de una alta concentración de propiedad, es un mercado desarrollado, con una regulación financiera y con apertura hacia los inversionistas externos. Afortunadamente, podemos tener acceso a la recopilación de los datos de las compensaciones ejecutivas desde el año 2005 al 2018.

Podemos obtener el detalle de las compensaciones que se les paga a la plana ejecutiva abarcando un largo período de tiempo largo (14 años), y de esta manera

tenemos la oportunidad de testear teorías que han sido probadas en mercado desarrollados como, por ejemplo: la teoría de agencia (Jensen y Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Li et al., 2016; Hassen y Militaire, 2020, entre otros), la teoría del poder gerencial (Tushman y Romanelli, 1983; Finkelstein, 1992; Chen et al., 2011; Göx, y Hemmer, 2020), la teoría de la evaluación del desempeño relativo (Holmstrom, 1982; Gibbons y Murphy, 1990; Bizjak et al., 2022).

En un país emergente, se debería esperar que si el mercado se encuentra muy concentrado económicamente (baja competitividad y un reducido número de actores), a los ejecutivos que se encuentran conectados (relacionados) con los fundadores o controladores de las compañías, debería tener una compensación más sensible al poder gerencial por sobre el rendimiento corporativo.

El marco sobre el cual se realiza la tesis doctoral está delimitado por la teoría del pago por desempeño, teoría del poder gerencial y teoría del rendimiento relativo (rendimiento industrial). Bajo estas teorías se investigan los determinantes que explicarían el fenómeno, considerando las particularidades del mercado emergente de Chile (alta concentración de propiedad), estudiado si estas particularidades tienen un impacto en las teorías desarrolladas previamente en mercado desarrollados. Considerando las tensiones existentes entre las teorías del marco de referencia.

### *1.1.1 Teoría de agencia*

La teoría de agencia busca comprender las relaciones que se producen cuando se delega cierta autoridad dentro de las empresas, en el cual un sujeto delega en otro la realización de ciertas funciones al interior de la firma. Estos sujetos de la relación se denominan agente y principal (Jensen y Meckling, 1976). Para que suceda el problema de agencia se deben cumplir con ciertas condiciones. Dentro de éstas se encuentran que la información no sea completa o exista incertidumbre (asimetrías de información), y debe existir una divergencia entre los intereses del principal y el agente. Los distintos

intereses entre el principal y agente, se puede deber a que cada individuo busca la maximización de su utilidad, por lo que sería totalmente razonable que el agente no actúe de forma alineada con el principal (Levinthal, 1988).

La teoría de agencia se trataría de dos problemas: el primero relacionado con el conflicto de interés agente y principal, y el segundo está relacionado con los altos costos que son necesarios de parte del principal para monitorear lo que el agente hace (Eisenhardt, 1989). La teoría principal agente se focaliza en la búsqueda de un cálculo para el contrato óptimo de compensaciones entre el sujeto principal y el agente, por otro lado, la teoría positiva de la agencia está centrada en la evidencia empírica (Jensen, 1998) como es el caso de la presente tesis.

Los mecanismos de gobierno corporativo son instituciones económicas y legales que se pueden modificar en procesos políticos, permitiendo de esta forma que los inversionistas que llegan a las compañías puedan ser resguardados contra la expropiación de su riqueza. Los gobiernos corporativos tratan acerca de las formas en que los inversionistas de las empresas se aseguran de obtener un retorno de su inversión (Shleifer y Vishny, 1997). En la literatura financiera no existe consenso acerca de si los gobiernos corporativos en los Estados Unidos son buenos o no. Easterbrook y Fischel (1996) evalúan de forma positiva el sistema de gobierno. Por otro lado, Jensen (1993) cree que las compañías necesitan de cambios importantes en lo referente a su forma de gobernanza, debido a que los sistemas de control interno no han sido capaces de adaptarse de manera efectiva a los cambios que las empresas han tenido.

### *1.1.2 Teoría del poder gerencial*

Un tema que ha desarrollado interés es la relación que puede existir entre los contratos de compensaciones de los ejecutivos y las metas a las cuales éstos están vinculados (Guay et al., 2002). Los ejecutivos podrían realizar cambios en los parámetros de medición ligados a sus objetivos de compensaciones con el fin de obtener así mayores beneficios. Los ejecutivos de las firmas pueden saber previamente al cierre del período, cuáles serán los indicadores que posiblemente tienen una mayor probabilidad de logro, esto debido a la información interna que manejan de la firma.

El poder de los ejecutivos dentro de las compañías podría estar relacionado con la capacidad de ejercer algún tipo de manipulación a los contratos de compensaciones, muchos de los cuales el detalle no es expuesto a todo el público, por lo que podrían variar en el tiempo. Los CEOs con más poder dentro de la firma podrían ejercer presión con el fin de obtener mayores pagos, como en el trabajo de los autores Morse et al. (2011). El nivel de robustez de los gobiernos corporativos también podría ser considerado al momento de querer ejercer esta presión por el cambio de los parámetros de los contratos por parte de los CEOs.

El pago hacia el CEO en las compañías sería el resultado de una negociación entre el y el consejo de administración de la empresa, y a través del cual toman una forma concreta las fuerzas de oferta y demanda, las cuales operan en el mercado del trabajo (Shaw, 2006). La forma de explicar la compensación de los CEOs bajo este enfoque estaría relacionada con la teoría del poder.

La teoría del poder gerencial estaría bien preparada para predecir las variables de las compensaciones, como el efectivo y la compensación totales, pero no tanto para predecir la sensibilidad del pago al rendimiento. En la mayoría de las situaciones en las que se espera que los CEOs tengan poder sobre el proceso de establecimiento de pagos, éstos reciben niveles significativamente más altos de efectivo y compensación totales. Por el contrario, donde se espera que las juntas directivas tengan más poder, los CEOs reciben menos efectivo total y una compensación total (Essen et al., 2015).

Por otro lado, se han desarrollado dos teorías que estarían relacionadas con el poder de los CEOs y sus compensaciones: la primera está relacionada con la búsqueda de un contrato óptimo de compensaciones, en donde este tipo de contrato puede mitigar el problema de agencia, como los trabajos de los autores Homstrom (1979) quienes estudian los acuerdos contractuales eficientes, en una relación de agente principal bajo varias suposiciones, por lo tanto, pueden contraer un contrato confeccionado por ambas partes. En este caso cuando sólo se puede observar la recompensa, los contratos óptimos serían los mejores debido a un problema de riesgo moral. Si se desarrollan sistemas de información adicionales, o al utilizar otra información disponible sobre la acción del agente o sobre el estado de la naturaleza, los contratos pueden mejorarse en general.

Al realizar un diseño de un paquete de compensación para ejecutivos, este debe recompensar las acciones que son a largo plazo para los accionistas, esto es un problema complejo. Por lo que, se deben tener en cuenta las siguientes condiciones: primero, su capacidad para discernir las circunstancias desafortunadas de la mala gestión; segundo, la medida en que un paquete de compensación obliga al ejecutivo a enfrentar riesgos fuera de su control, y por último se debe considerar la disposición de un ejecutivo en particular para asumir este riesgo. Los criterios que probablemente afecten la composición de un esquema de compensación para ejecutivos son los siguientes: la edad del ejecutivo, las características de la empresa que afectan la capacidad de la empresa para monitorear el comportamiento ejecutivo actual y la medida en que la empresa recibe señales ruidosas de rendimiento en el futuro. Una hipótesis sostenida en este ámbito es que las empresas establecen esquemas de compensaciones óptimos dadas sus propias características y las de sus ejecutivos. Esta teoría de sustitución destaca el rol que tiene el pago de compensaciones de los CEOs como sustituto al rol de monitoreo del directorio (Eaton y Rosen, 1983).

Otra teoría relacionada con el poder de los CEOs es que ellos buscarían utilizar su poder para lograr una mayor compensación. Existe evidencia de que el desempeño de la empresa será mejor a medida que el poder de toma de decisiones se vuelva más centralizado en las manos del CEO. Existen diferentes de poder del CEO, la retención

del título de CEO por uno de los fundadores de la empresa parece tener el efecto más sólido en la variabilidad del rendimiento de las acciones (Adams et al., 2005).

La existencia de un mayor grado de internacionalización por parte de la empresa podría tener como efecto una mayor retribución hacia el CEO, fundamentado en la idea de que operar en un marco global requiere de un capital humano y unas competencias más exigentes y escasas por parte del CEO, lo que debe ser correspondido con una mayor retribución (Alcaide et al., 2018).

### *1.1.3 Teoría de la evaluación del desempeño relativo*

Enmarcados en la literatura financiera, se han desarrollado diversos enfoques con la finalidad de explicar los diferentes niveles de pago de las compensaciones de los ejecutivos. Dentro de los enfoques menos desarrollados, tenemos la teoría de la evaluación del desempeño relativo (EDR).

La evaluación del desempeño relativo proporciona a los empleados un incentivo para desempeñarse bien mientras aísla su compensación de los impactos que también afectan el desempeño de otros trabajadores en la misma empresa, industria o mercado (Gibbons y Murphy, 1990). La evaluación del desempeño relativo brinda un pago basado en el desempeño de una empresa en relación con un grupo predeterminado de empresas pares (Bizjak et al., 2022). Es común ver en las empresas que los trabajadores sean remunerados no solo por su propio desempeño, sino que también, por su desempeño medido en relación con el desempeño de sus compañeros de trabajo (Gibbons y Murphy, 1990). La motivación teórica de la teoría del desempeño relativo se fundamenta en el principio de informatividad (Holmstrom, 1979).

La compensaciones basadas solo en el desempeño individual observado brinda incentivos para que un trabajador sea productivo, pero el desempeño medido casi siempre se ve afectado por factores exógenos que escapan a su control. El desempeño

del trabajador a menudo afecta el desempeño observado de otros trabajadores en la misma división, empresa, industria o mercado. En estos casos, la evaluación del desempeño relativo puede proporcionar incentivos, mientras se aísla parcialmente al trabajador de la incertidumbre común. Por lo cual, los diferentes *shocks* externos del mercado (entorno), como la pandemia de COVID-19, o algunos *shocks* específicos de la industria, como un aumento en los precios de una industria en particular, podrían ser filtrados por la EDR.

Considerando los *shocks* exógenos, se ha definido por ejemplo a la suerte como el rendimiento corporativo más allá del control del CEO (Bertrand y Mullainathan, 2001). Estos factores, podrían tener como resultado un mayor o menor rendimiento y con esto un cambio en el nivel de las compensaciones, independiente del talento y habilidad de los ejecutivos. Se ha encontrado evidencia donde los ejecutivos son más recompensados por la buena suerte que por la mala suerte, lo que se traduciría en una asimetría, lo que podría ser consecuencia de gobiernos corporativos débiles (Garvey y Milbourn, 2006). Con la finalidad de ajustar la suerte en la compensación de los ejecutivos, se ha utilizado una evaluación comparativa. La evidencia empírica sugiere que las compensaciones de los altos ejecutivos están relacionadas fuertemente con la suerte (Aggarwal y Samwick, 1999; Bizjak et al., 2008).

Como medidas exógenas se ha investigado sobre el efecto de los *shocks* externos sobre el desempeño corporativo, este puede verse influenciado por las elecciones estratégicas de la administración. Por lo cual, la gerencia debería aprovechar estos eventos externos y amortiguar los efectos de los eventos externos desafortunados (Gopalan et al., 2010). Otra medida que se ha utilizado ha sido el efecto del precio sobre las compensaciones ejecutivas. En este sentido, hay evidencia sobre la relación entre compensación de ejecutivos de compañías de petróleo y gas de Estados Unidos. Destacando que un aumento en los precios del petróleo está asociado con un aumento en la compensación de los ejecutivos. Este efecto del precio se aplica tanto a los directores ejecutivos como a los no directores ejecutivos (Davis y Hausman, 2020).

#### *1.1.4 Compensación ejecutiva y rendimiento de las compañías*

Las compensaciones ejecutivas y su implicancia en el rendimiento de las empresas ha sido un área de investigación el cual ha tenido un crecimiento durante las últimas décadas. Esta línea de investigación ha estado centrada en países con economías desarrolladas como Estados Unidos. Por ejemplo, se ha encontrado que, en las empresas con mayores problemas de agencia, los ejecutivos reciben mayores compensaciones. Además, las empresas con mayores problemas de agencia tendrían un menor rendimiento (Core et al., 1999).

En este contexto, se han realizado diferentes investigaciones donde se ha encontrado evidencia entre las compensaciones de los ejecutivos y el rendimiento de las compañías, estos trabajos han tenido como resultado una relación positiva, negativa y en otros casos no significativa, por lo que es un área interesante para investigar debido a que no es un tema zanjado totalmente en la literatura.

Para analizar las compensaciones de los ejecutivos y su relación con las empresas, se debe considerar dentro de los supuestos: el grado de aversión al riesgo de los ejecutivos, así como también el de los inversionistas, la relación entre riesgo e incentivos, y el premio por riesgo en el total de la compensación del ejecutivo. Se ha destacado que el riesgo es una variable relevante al momento de diseñar un sistema de compensaciones (Gómez-Mejía et al., 2010). Se ha encontrado evidencia en donde las compensaciones y el riesgo están asociados de forma negativa, de forma positiva y en forma de U.

La evidencia en este tema no ha sido concluyente debido a los diferentes hallazgos en la literatura (Prendergast, 2002), por ejemplo, la relación positiva se ha encontrado en los estudios de Dee et al. (2005); Oyer y Shaefer (2001), por otro lado, se ha encontraron una relación negativa (Aggarwal y Samwick, 1999); Jin, 2000).

Se ha sugerido que la forma, más que el nivel de compensación es lo que motiva a los gerentes a aumentar el valor de la empresa. Lo anterior, se encontraría relacionado positivamente con el porcentaje de capital que poseen los gerentes y con el porcentaje

de su compensación que se basa en el capital. Así, la compensación basada en acciones se usaría más ampliamente en empresas con más directores externos (Mehran, 1995).

Para los inversionistas el poder conocer cuáles son los determinantes que pueden influir en los rendimientos de las empresas es relevante, si es que existe un problema de agencia. Uno de los determinantes estudiados han sido las compensaciones de los ejecutivos y su relación con el rendimiento de las firmas.

En este contexto, se han realizado investigaciones en donde se ha encontrado evidencia de las compensaciones y el rendimiento, las cuales han tenido como resultado una relación positiva, negativa y no significativa. Los autores Jensen y Murphy (1990), Ozkan (2011), Li et al. (2016), entre otros han encontrado una relación positiva entre las compensaciones de los ejecutivos y los rendimientos de las firmas. Por otro lado, los autores Brunello et al. (2001); Randoy y Nielsen (2002), Shaw y Zhang (2010), demostraron que el rendimiento de las firmas no está significativamente asociado a las compensaciones de los CEOs. Es por lo anterior que se ha encontrado evidencia empírica en ambas direcciones, por lo que aún no está realmente claro el resultado de esta relación.

Existe evidencia de otras variables que podrían influir en las compensaciones ejecutivas. En este sentido los autores Huang et al. (2017) argumentan que las compensaciones de los CEO pueden ser influenciados por los sindicatos al interior de las organizaciones. Cuando existen sindicatos fuertes dentro de las organizaciones, esto tiene como consecuencia un menor pago a los ejecutivos. Por otro lado, Las empresas que superan sus objetivos de compensaciones por un pequeño margen, son más propensas a superar la meta en el próximo período y los CEOs de las empresas que pierden sus objetivos, son más propensos a experimentar una rotación forzada. En general, se pone en relieve algunos de los costos de vincular la compensación de gestión con objetivos de compensación específicos (Bennett et al., 2017).

### *1.1.5 Gobiernos corporativos y mercados emergentes*

En los últimos años los investigadores de han centrado con mayor intensidad en la búsqueda de determinantes que explique de las compensaciones desde mercados emergentes. En esta línea, se ha investigado sobre el desempeño de las compañías, diversificación corporativa en el directorio (Ghosh, 2006), así como la compensación del CEO y sus componentes. Hay evidencia desde el contexto de la economía emergente de la India. Se sugiere que la compensación de la junta directiva depende en gran medida del desempeño del año actual, del año anterior y de la diversificación de la empresa. Por otro lado, la compensación del CEO dependería solo del desempeño de la empresa de año en curso. Entre los atributos personales del CEO, solo la experiencia en la empresa tendría una influencia significativa en la compensación del CEO. Este hallazgo contradice los estudios existentes, donde el desempeño de la empresa actual y el año anterior, así como la edad, la experiencia y la educación del CEO serían factores importantes para determinar la compensación del CEO. Por lo que, se encuentra evidencia en diferentes direcciones, siendo un tema no zanjado en la literatura financiera. En la economía emergente Polonia se identificó un impacto negativo y significativo de la propiedad estatal, cuando existe una compensación ejecutiva basada en acciones. Este efecto no sería el típico en las economías desarrolladas (Sahakiants y Festing, 2019).

En mercados emergentes latinoamericanos los autores Gallego y Larraín (2012) estudiaron la compensación del CEO y su relación entre los accionistas mayoritarios y los administradores de las compañías. Realizaron su estudio en tres mercados emergentes, donde es muy difícil obtener datos sobre la compensación. Entre la evidencia encontrada en su estudio, se destaca que la propiedad familiar se traduce en una mayor remuneración para el CEO, pero no en una mayor remuneración para otros ejecutivos por debajo del CEO.

Considerando la relación entre la eficacia de los gobiernos corporativos y la reducción de las prácticas de *earning management*. Se ha encontrado que los mercados emergentes cuentan con empresas con una alta concentración de propiedad. Por ejemplo, las empresas familiares en Turquía tienen una contribución al país superior al 90%. Por lo que las empresas familiares estarían expuestas al problema de agencia tipo II donde el principal problema se centra entre el accionista controlador y los accionistas minoritarios. Se sugiere que la administración total de acumulaciones es menor en las empresas familiares que en las empresas no familiares. También se ha encontrado que las empresas familiares reducen la eficacia de monitoreo de los directores independientes respecto a la gestión de los ingresos (Adıgüzel, 2013). En el caso de Turquía, cuentan con un capitalismo de tipo familiar. Con una propiedad más concentrada, en manos de las familias, esto llevó a las empresas a tener mejores resultados. Esto podría significar que el control de las familias asume más riesgos. Entre los hallazgos se ha encontrado que una mayor proporción de miembros de la familia en las juntas directivas no tuvo un efecto significativo en el rendimiento de la compañía. Esta evidencia proporciona información adicional sobre la relación entre el tipo de instituciones encontradas en muchos mercados emergentes (Ciftci et al., 2019).

En la economía de Brasil, se ha estudiado la relación entre las prácticas de gobierno corporativo de las empresas y su desempeño. La evidencia sugiere que en el mercado de Brasil existe un alto grado de concentración de propiedad y control. Sus resultados sugieren que menos del 4% de las empresas brasileñas tienen buenas prácticas de gobierno corporativo, y que las empresas con mejor gobierno corporativo tienen un desempeño significativamente mayor rendimiento de los activos (Da Silva y Leal, 2005).

En los países emergentes los cambios en los sistemas regulatorios de gobernanza han sido de interés para los investigadores por sus aportes en economías emergentes, así Ding et al. (2010) estudian si un cambio de ley corporativa mejora el monitoreo de la junta directiva sobre la compensación de ejecutivos. Los autores hallaron evidencia que antes de la nueva ley corporativa, los consejos de supervisión no afectaron a la compensación ejecutiva, aunque su papel después de eso se volvió

significativo, tanto el tamaño de la junta como la frecuencia de las reuniones, afectan la compensación total del ejecutivo, y el tamaño de la junta supervisora también influye en la sensibilidad del desempeño de pago.

#### *1.1.6 Legislación y concentración de propiedad*

La importancia de la legislación de los países, así como la protección hacia los inversionistas externos, ya sea por tribunales, agencias gubernamentales, es relevante debido a que, si existe una baja protección hacia ellos, podría ocurrir una posible expropiación de la riqueza por parte de los directivos y los accionistas controladores hacia los inversionistas externos, quienes al momento de seleccionar los mercados de capitales donde invertir considerarán la protección hacia ellos y la posibilidad de recuperar lo invertido. La naturaleza de la protección del inversionista y la regulación de los mercados financieros está profundamente arraigada en la estructura legal de cada país y en el origen de sus leyes (Porta et al., 1998; La Porta et al., 2000). La legislación de un país puede tener un grado de eficacia el momento de simplificar las estructuras de los conglomerados, de esta forma se espera una mejora en transparencia, disminuyendo la posibilidad de una expropiación de recursos hacia los accionistas minoritarios (Lefort y Walker, 2000).

La concentración de propiedad y los conglomerados ha sido estudiada alrededor del mundo. La Porta et al. (1999) sugieren que la concentración de propiedad es una consecuencia de una deficiente protección legal de los accionistas. En países con poca protección de los accionistas, incluso las empresas más grandes tienden a tener accionistas controladores. Ese accionista podría ser el Estado, pero frecuente es una familia, generalmente el fundador de la empresa o sus descendientes. Por otro lado, se ha sugerido que la calidad de las reglas legales determina los incentivos de los grandes accionistas para monitorear. Cuando la protección legal facilita el monitoreo, mejores leyes fortalecen los incentivos de monitoreo, la concentración de la propiedad

y la protección legal estarían inversamente relacionadas. Por el contrario, cuando la protección y el monitoreo legales son sustitutos, las leyes mejores debilitan los incentivos de monitoreo y la relación entre la protección legal y la concentración de la propiedad no sería monótona (Burkart y Panunzi, 2006). La propiedad se concentra en las empresas más allá de lo que se necesita para obtener su control. Una de las razones podría estar relacionada con el intercambio de grandes bloques no controlados de acciones con otros grupos, o incluso se podrían vender las participaciones excesivas al público (Majluf et al., 1998). El rendimiento de las empresas y su relación con grupos económicos sugiere que los acuerdos entre las empresas (financiamiento, intercambios en recursos humanos, acuerdos de producción y vínculos sociales) mejoran la rentabilidad y la producción de las empresas. El beneficio de las empresas dependería del grado de intensidad de estos acuerdos (Keister, 1998).

#### *1.1.7 Crisis financieras y compensaciones ejecutivas*

Las crisis financieras que han ocurrido a lo largo de la historia han impactado todas las economías sin diferenciación. Los mercados emergentes no están exentos de este tipo de eventos globales, en este sentido Jaramillo y Jaramillo (2016) muestran que la noticia de quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers tuvo consecuencias negativas sobre la rentabilidad de los títulos de en las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Los períodos de crisis financieras, su impacto en los mercados y en las compañías ha sido de gran interés por los investigadores (Mitton, 2002; Lemmon y Lins, 2003; Gonenc y Aybar, 2006; Peni y Vähämaa, 2012) con la finalidad de poder entender a los diferentes actores, determinantes, rendimiento de los mercados financieros, los cuales impactan directamente en las economías de los países, lo que impacta finalmente en la riqueza de los inversionistas, llegando a tener un impacto significativo en el estilo de vida de la población (deterioro del empleo, perdidas de inversiones, fondos de pensiones). Samaniego (2009) sugiere que la crisis del año 2008 tuvo un impacto en: primero un fuerte impacto en la economía real en todo el mundo. A los desplomes de las bolsas de valores han seguido las noticias de la

reversión o fuerte declinación de las tasas de crecimiento en todo el mundo de manera inmediata y como segundo la pérdida de empleos se ha constituido en el indicador central para medir la recesión a nivel mundial.

La crisis asiática, tuvo un impacto en todos los mercados emergentes abiertos a los flujos de capital. Las medidas de gobierno corporativo, en particular la efectividad de la protección para los accionistas minoritarios, explicarían el alcance de la depreciación del tipo de cambio y la caída del mercado de valores. Una posible explicación es que, en países con un gobierno corporativo débil, las peores perspectivas económicas, tendrían como resultado una mayor expropiación por parte de los gerentes y, por lo tanto, una mayor caída en los precios de los activos (Johnson et al.,2000).

Por lo anterior, el estudio de las compensaciones de los ejecutivos de las compañías en períodos de crisis es un tema relevante dentro de la literatura financiera. Los contratos de los ejecutivos se encuentran ligados a indicadores de desempeño de las compañías, los cuales se ven afectados por las bajas económicas en períodos de crisis financieras, en este contexto Sonenshine et al. (2016), estudiaron los efectos de la crisis financiera y la composición salarial de los CEOs. Después de la crisis financiera del año 2008, la composición salarial se desplazó del efectivo al capital. El pago posterior a la crisis está más vinculado al rendimiento y menos a factores que están más estrechamente relacionados con el valor de los accionistas. Gabaix et al. (2014) investigaron sobre la relación entre la remuneración del CEO y el tamaño antes y después de la crisis financiera, los autores encuentran que el efecto es muy similar entre ambos períodos, debido a que la compensación aumentaría proporcionalmente antes de la crisis y disminuye a una tasa similar después. Hay evidencia que apoya que los CEOs fueron muy bien pagados incluso en tiempos de crisis. Un resultado destacable encontrado fue que la compensación de los CEOs a largo plazo aumentó significativamente después de la crisis de 2008, la compensación en efectivo disminuyó. Los factores determinantes serían: el rendimiento de la empresa, el tamaño de la junta directiva y el rol dual del CEO, parecieran afectar la compensación del CEO, tanto antes como después de la crisis (Vemala et al., 2014).

Los CEOs tienen influencia sobre su ajuste en el proceso de pago, lo cual deja la oportunidad para que los ejecutivos puedan manipular el ajuste de sus compensaciones. Se debe tener en cuenta que la compensación ejecutiva fue un factor en la crisis financiera del 2008, pero los cambios que se centran solo en los pagos pueden no prevenir otros factores. Cuando se desarrolle una propuesta de pago, éstas deberían considerar en parte una reestructuración regulatoria financiera abordando: políticas de rescate hacia las compañías, nivel de apalancamiento y las prácticas de préstamos insostenibles (Faulkender et al., 2010).

## ***1.2 Preguntas de investigación y marco de referencia***

En la tesis se investiga acerca de las compensaciones ejecutivas desde la teoría de agencia, teoría del poder gerencial y la teoría de la evaluación del desempeño relativo (rendimiento industrial). En los Capítulos de la presente tesis se buscan responder las siguientes preguntas de investigación:

Pregunta de investigación n°1: ¿Cuáles son las características del sistema de compensaciones ejecutivas en el mercado emergente de Chile?

Al examinar las compensaciones de la plana ejecutiva, se encontró que, durante el período de crisis económica sub prime, al existir un aumento de la tasa de desempleo en el país, las compensaciones de la plana ejecutiva no bajan en este período. Es por lo anterior, que nos preguntamos si las razones podrían estar relacionadas con una retención del talento ejecutivo, o quizás por débiles gobiernos corporativos. El aumento porcentual de las remuneraciones de la plana ejecutiva en el tiempo es mayor en comparación con el aumento del salario mínimo, lo que podría implicar un diferencial salarial, privilegiando a los estamentos más altos de las organizaciones, lo que tendría como consecuencia una mayor brecha salarial entre los diferentes estamentos sociales en el país. Existe normativa en el mercado financiero que regula la información que entregan las sociedades en Chile, sin embargo, sobre las compensaciones de ejecutivos

los montos declarados solo son los totales y no se pueden identificar exactamente los montos por cargos (CEO, CFO, entre otros).

La mayor parte de los estudios en compensaciones ejecutivas están enfocados en mercados desarrollados. Se contribuye a la literatura con un foco en los mercados emergentes, donde es difícil tener acceso a la información de las compensaciones de los ejecutivos, por tal motivo, se desarrolló, utilizó una nueva base de datos y se entregó evidencia sobre las políticas de compensaciones del mercado emergente de Chile.

Pregunta de investigación nº2: ¿Los ejecutivos son compensados por su habilidad de gestión, vinculando sus pagos al rendimiento corporativo, logrando alinear los intereses de los accionistas con los del ejecutivo o, por el contrario, los pagos están vinculados al nivel de poder del ejecutivo, logrando extraer riqueza desde la compañía y no estarían vinculados a su habilidad de gestión, en el contexto de un mercado emergente?

Por un lado, en la literatura financiera y de gestión se dice que los ejecutivos son pagados en base a su habilidad de gestión (Jensen y Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Li et al., 2016; Hassen y Militaire, 2020), pero otros investigadores dicen que a los ejecutivos se les remunera en base a su poder (Tushman y Romanelli, 1983; Finkelstein, 1992; Chen et al., 2011; Göx, y Hemmer, 2020). Es por este motivo, que existe una brecha en la investigación sobre las compensaciones ejecutivas. En el mercado emergente de Chile, tanto factores relacionados con la teoría de agencia como del poder explican el nivel de las compensaciones ejecutivas.

Se contribuye desde la teoría de agencia, ya esta teoría no explicaría tan claramente las compensaciones de los ejecutivos en el mercado emergente de Chile. Por lo cual, existirían otras teorías (poder y suerte) que complementan la comprensión del puzle.

Se contribuye a la literatura desde la teoría del poder gerencial, destacando que en economías emergentes donde existe una alta concentración de propiedad, las

variables del poder gerencial explicarían el nivel de compensaciones. Por lo cual, los vínculos familiares serían importantes en las corporaciones en el mercado emergente estudiado, lo que podría ser utilizado como un mecanismo de retención del poder desde el inversionista controlador.

Pregunta de investigación nº3: ¿Las compensaciones ejecutivas, están siendo impulsados por factores exógenos a la gestión ejecutiva, compensando a los ejecutivos por el rendimiento relativo a la industria, y no por el rendimiento de la compañía, en el contexto de un mercado emergente?

Entre los factores exógenos se identificó que la medida de rendimiento ROA industrial y residual son significativas y tienen un impacto sobre el nivel de las compensaciones ejecutivas en el mercado emergente de Chile. Por ello, la teoría de agencia no explicaría claramente las compensaciones de los ejecutivos, debido a que bajo este enfoque el efecto del ROA residual debería ser muy bajo, ya que, se estaría pagando por el rendimiento de la compañía, y en caso contrario, les están pagando por su desempeño relativo a la industria.

La investigación les puede servir a los comités empresariales, para que consideren el efecto de la industria, al momento de diseñar sistemas de compensaciones ejecutivas. Deben considerar la capacidad y sensibilidad de cada empresa a las fluctuaciones macroeconómicas y su impacto. Para finalizar, los ejecutivos contratados por las empresas deberían ser capaces de poder identificar y anticiparse a estos eventos exógenos, para lograr un mejor desempeño corporativo.

Para el desarrollo de las investigaciones se utilizan los enfoques de la teoría de agencia, poder y rendimiento relativo, considerando el marco de la economía emergente de Chile, la cual cuenta con la particularidad de la existencia de una alta concentración de propiedad (difiere a los mercado desarrollados). Así también cuenta con un sistema de regulación de los mercados financieros, y sus normas relativas a la transparencia de la información pública sobre las compensaciones de los ejecutivos.

Considerando el rol de los gobiernos corporativos sobre su labor de monitoreo sobre el desempeño ejecutivo, buscando alinear los intereses de los accionistas con los de los ejecutivos.

### ***1.3 Diseño metodológico***

En la literatura sobre las compensaciones de los ejecutivos, se han desarrollados dos diferentes aproximaciones para su explicación. Por un lado, se ha desarrollado un enfoque normativo enfocado en la búsqueda de un contrato óptimo, por otro lado, y en mayor intensidad, se ha utilizado la búsqueda de evidencia utilizando métodos cuantitativos, mediante la investigación empírica ha sido la principal vía de desarrollo literario.

La investigación cuantitativa es aquella en la que se recogen y analizan datos cuantitativos sobre diferentes variables con la finalidad de explicar un fenómeno en un contexto (Pita Fernández y Pértegas Díaz, 2002). Con la base de datos, se pueden probar hipótesis de investigación, para lo cual, se utilizan métodos estadísticos y matemáticos para explicar o predecir fenómenos considerando un contexto definido.

Para el desarrollo de la presente tesis doctoral, se utilizó un enfoque cuantitativo para investigar sobre diferentes teorías (agencia, poder y desempeño relativo) en una economía emergente. El primer estudio (Capítulo nº2) se realizó mediante un levantamiento de información con un enfoque cuantitativo. Luego, las dos siguientes investigaciones que se desprenden de la primera, se desarrollaron como estudios confirmatorios asociados a las teorías de agencia, poder y desempeño relativo.

Para esto es fundamental tener el acceso a la información sobre compensaciones ejecutivas. Para ello, se desarrolló una base de datos.

Para construir la base de datos, nos encontramos con la dificultad que la información de las compensaciones no se encuentra en las bases de datos

internacionales disponibles. Por lo que el primer desafío fue la búsqueda de la información disponible. Luego, de contactar al organismo público regulador de las compañías, la única forma de tener la información requerida era revisando las memorias de la compañía, ya que, no hay registro de las compensaciones por compañía en una base de datos disponible para el público. Las compañías en Chile confeccionan y envían una vez al año al ente regulador llamado Comisión para el Mercado Financiero (CMF). El método de recolección de la información fue mediante una revisión exhaustiva de forma manual de cada una de las memorias de las compañías, extrayendo detalladamente el set de datos, de caso contrario es imposible poder contar con ella. Entre los datos que se recolectaron, se encuentran las compensaciones de la plana ejecutiva, directorio, comité de directores, su estructura (fijo-variable), número de integrantes del directorio, género de los integrantes del directorio, entre otras características, las cuales se detallan en el Capítulo n°2.

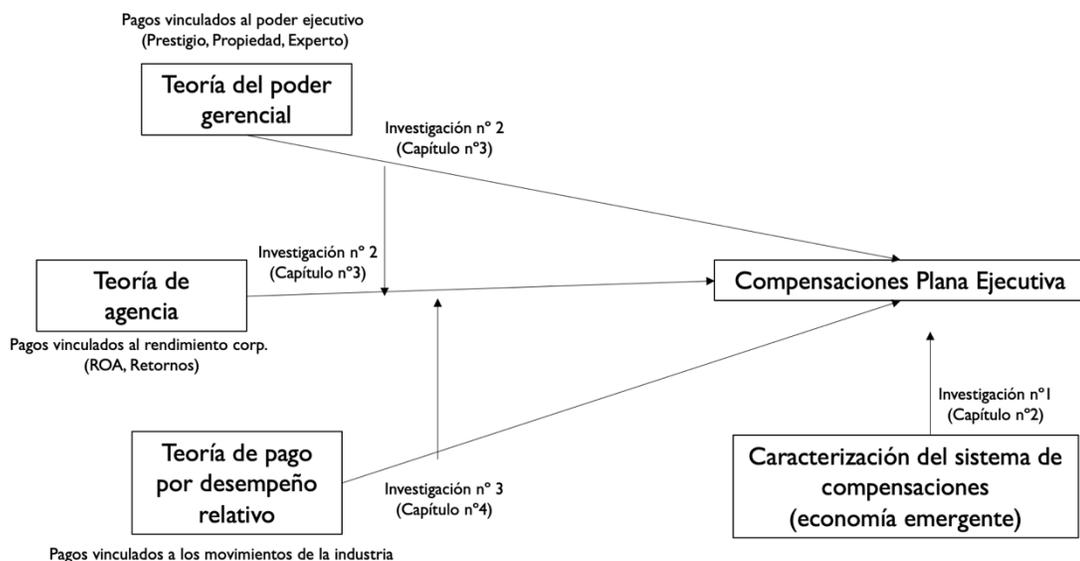
La base de datos desarrollada especialmente para la tesis brinda la oportunidad de poder investigar en un mercado emergente, donde el acceso a la información es limitado, logrando una diferencia con estudios previos de compensaciones, junto a la investigación de hechos estilizados no desarrollados en mercados emergentes.

Las estimaciones principalmente fueron desarrolladas mediante la técnica de datos de panel, debido a su utilidad cuando se realiza un análisis transversal, siguiendo a la compañía a través del tiempo (relaciones inter temporales).

## 1.4 Resumen de los capítulos de la tesis doctoral

La tesis doctoral, se desarrolla mediante la realización de tres diferentes estudios de investigación, todos ellos enfocados a explicar y comprender los diferentes niveles de las compensaciones ejecutivas en la economía emergente de Chile. Se utilizaron metodologías cuantitativas (empíricas), para investigar desde las siguientes teorías: teoría de agencia, teoría del poder gerencial y la teoría del pago desempeño relativo. Junto a estas teorías se realizó una investigación descriptiva con enfoque cuantitativo mediante una revisión general del sistema de compensaciones del mercado chileno.

Los tres estudios desarrollados, resumen de forma coherente su finalidad: comprender y explicar los diferentes determinantes que influyen en los niveles de compensaciones ejecutivas, considerando como contexto la economía emergente de Chile. Para ellos se utilizaron diferentes enfoques teóricos. Con la finalidad de entregar un marco de referencia con las relaciones entre los capítulos desarrollados, se diseñó el diagrama (Figura n°1) para comprender las relaciones entre las investigaciones realizadas de forma gráfica y su explicación.



**Figura n° 1** Marco de referencia de la investigación

Fuente: elaboración propia.

En la Figura n°1 resume, primero que analizado las características el sistema de compensaciones en el mercado emergente de Chile. Se puede observar en la investigación n°1 (Capítulo n°2) la existencia de regulaciones en el mercado financiero, las cuales solicitan a las empresas la declaración de las compensaciones ejecutivas de forma agregada. Se pudo describir las regulaciones, estructuras de compensaciones ejecutivas, características de los gobiernos corporativos, relación entre variables exógenas, rendimiento, entre otras. De esta forma se entrega una visión general del sistema, mediante una enfoque cuantitativo.

Para realizar la primera investigación (Capítulo n°2) se tuvo que construir una base de datos, ya que, no hay disponibilidad de datos de forma pública consolidados. La base de datos construida es la que se utiliza para realizar la siguientes investigaciones (Capítulos n°3 y n°4), considerando las particularidades de los mercados emergentes (alto nivel de concentración de propiedad). Considerando las conclusiones de la primera investigación (Capítulo n°2), se generaron las preguntas de investigación sobre qué factores determinan de los pagos ejecutivo en el contexto del mercado emergente. Para lo cual se utilizan tres diferentes teorías de compensación ejecutiva (agencia, poder y rendimiento relativo).

En la segunda investigación (Capítulo n°3) se realiza la búsqueda de evidencias desde la teoría de agencia y teoría del poder gerencial, para poder comprender cuales son los factores que explican el pago ejecutivo en una economía emergente. Para ello, se indago considerando la tensión existente desde estas dos teorías (agencia y poder). Las cuales, que en su génesis son opuestas (pagos por habilidad v/s pagos por influencia o poder). Realizando la investigación considerando las particularidades del mercado emergente y el posible efecto sobre estas teorías. La evidencia encontrada sugiere que las compensaciones de los ejecutivos son sensibles tanto a variables de rendimiento corporativo, así, como a variables de poder gerencial. La variable del poder se podría explicar por las características especiales de una alta concentración de propiedad en las compañías en el mercado emergente de Chile.

En la tercera investigación (Capítulo nº4), se profundizan los hallazgos previos, y nos enfocamos en el rendimiento relativo a la industrial, y su relación con las compensaciones ejecutivas. La finalidad de este estudio es buscar comprender si los movimientos de la actores de la industria , tienen un impacto en las compensaciones de las empresas pares. Buscando evidencia, si a los ejecutivos se les paga por el rendimientos de los demás actores de la industria (pares), o si los pagos se deben al rendimiento corporativo. Entre los resultados obtenidos, se destaca que los movimientos de la industria (pares), tienen un impacto sobre el nivel de las compensaciones ejecutivas en la economía emergente de Chile. Por lo cual, los comités empresariales que determinan los contratos ejecutivos deberían considerar esta tipo de variables, con la finalidad de aislar este efecto exógeno a la gestión. Para desarrollar contratos, donde a los ejecutivos se les pague por su habilidad de gestión. Se debe considerar que los ejecutivos contratados en las empresas deberían contar con la habilidad para poder identificar y anticiparse a los eventos exógenos, para lograr de esta forma un mejor desempeño corporativo.

Para finalizar, los tres estudios desarrollados (Capítulo nº2, 3 y 4) son complementarios, ya que entregan evidencia para comprender y explicar los niveles de la compensación de ejecutivos, desde diferentes teorías, entregando una evidencia holística del puzzle de las compensaciones de ejecutivos en un entorno de economía emergente.

## **2. Capítulo 2: Marco general del sistema de compensaciones de ejecutivos en Chile.**

### **2.1 *Introducción***

Como consecuencia del problema de agencia, se pueden generar al interior de la organización diferentes incentivos entre el agente y principal, este asunto, ha sido un tema de interés en el estudio de los gobiernos corporativos desde Jensen y Meckling (1976). Los autores Shleifer y Vishny (1997) presentan al problema de agencia como un elemento esencial de la llamada visión contractual de la empresa. En este aspecto, Coasen (1937) en su artículo acerca de la naturaleza de la empresa, sugiere que el principal debe tener el derecho a controlar el trabajo de su agente. Este derecho de control sería la principal característica de esta relación. Así, el problema de agencia se basaría principalmente en la separación entre la administración y las finanzas, quienes tendrían un conflicto entre control y propiedad. El estudio de la teoría de agencia se ha desarrollado y focalizado principalmente en el estudio de economías desarrolladas.

En contraposición a esta primera teoría, se ha desarrollado la teoría del poder gerencial. Bajo la teoría del poder gerencial, las compensaciones de los ejecutivos estarían basados en el nivel de influencia que pueda tener el ejecutivo en base a diversas fuentes de poder (Finkelstein, 1992). Estos pagos corresponderían al poder de extraer rentas desde las compañías, en desmedro de las otras partes interesadas. Por lo cual, independiente del nivel de habilidad o gestión ejecutiva medido por el rendimiento corporativo, los ejecutivos recibirían altos niveles de compensaciones. En el caso del mercado emergente de Chile donde existe una alta concentración de propiedad, la fuentes de poder, como el poder de propiedad (grado de relación con el fundador de la compañía), puede ser relevante, debido a que la propiedad podría estar administrada por familiares o parientes de los fundadores, por lo cual, los ejecutivos no serían tan competentes en habilidades de gestión.

En mercados emergentes las investigaciones se han centrado principalmente en países emergentes asiáticos. Oehmichen (2018) realiza una síntesis de las investigaciones realizadas en mercados emergentes asiáticos (AEM), señalando que el estado del gobierno corporativo en estos mercados es interesante, debido a su rápido dinamismo institucional. La investigación en mercados emergentes entrega una oportunidad única de evidencia, la cual no ha sido desarrollada extensamente. En general, el autor espera que su estudio aliente a los investigadores a seguir investigando sobre el gobierno corporativo en los AEM, a utilizar el contexto institucional único de los AEM para desarrollar y especificar focos teóricos novedosos para la investigación del gobierno corporativo en países emergentes.

En la investigación se presenta una discusión sobre el sistema de compensaciones de la plana ejecutiva, directorio y su comité en la economía emergente de Chile mediante un análisis descriptivo cuantitativo. El estudio de las compensaciones ejecutivas se ha categorizado como un puzle, debido, a que la evidencia encontrada ha sido inconsistente entre diferentes estudios, siendo esta teoría considera una anomalía (puzle).

Es relevante entregar evidencia desde una economía emergente, debido, a las particularidades de estos tipos de economías. En las cuales los mercados podrían tener regulaciones y estar conformado de forma particular (por ejemplo, alta concentración de propiedad, sistema de entrega de información pública).

Estudiar la economía emergente de Chile es relevante debido a su escasa evidencia. La economía de Chile ha demostrado tener a través del tiempo un crecimiento económico sostenido, estabilidad política, así como también, un sólido sistema financiero a diferencia de otras economías emergentes que no cuentan con esta estabilidad como es el caso de las economías emergentes asiáticas.

Además, en el mercado chileno, es interesante estudiar, debido, a que algunas empresas indexadas al índice IPSA tienen una gran capitalización bursátil. Esta capitalización es similar a algunas empresas importantes de países como Estados

Unidos. De acuerdo con el Ranking Forbes Global 2000, en el año 2019 participaron 8 empresas chilenas, de las cuales Falabella ocupó el lugar número 695. Incluso, la empresa Falabella se puede comparar con grandes empresas de *retail* de los Estados Unidos. Lo anterior, evidencia la consolidación de importantes empresas del mercado chileno a nivel internacional.

Por otra parte, la disponibilidad de la información referente a las compensaciones en países emergentes es de muy difícil acceso en países con grandes accionistas (Fan et al., 2011).

El objetivo principal en este Capítulo es responder la pregunta de investigación nº1: ¿Cuáles son las características del sistema de compensaciones ejecutivas en el mercado emergente de Chile? Entregando una caracterización y visión general del sistema de compensaciones de la plana ejecutiva, directorio y comité de directores. Considerando un análisis descriptivo de su normativa legal, funcionamiento, tendencias y estructuras generales del sistema de pago en el mercado chileno. Con la finalidad de comprender cuáles son sus principales características, y de esta forma esperamos identificar hechos relevantes que nos podrían guiar hacia preguntas de investigación para un futuro desarrollo empírico.

En los capítulos nº2 y nº3 de la tesis, para su desarrollo consideramos la tensión existente entre diversas teorías: teoría de agencia, la teoría del poder gerencial y desempeño relativo. Ya que, estas teorías se contraponen en sus argumentos y en un contexto emergente, podrían existir factores relevantes que impliquen una preferencia por una de ellas, explicando de mejor forma los determinantes de los altos niveles de las compensaciones ejecutivas.

Con la finalidad de testear las teorías de agencia, poder y desempeño relativo, es necesario levantar la información acerca de las compensaciones ejecutivas, rendimiento corporativo y características del gobiernos corporativos de la empresas del mercado emergente de Chile. Esta información fue levantada y la construcción de la base de datos se explica en la siguiente sección.

## 2.2 Construcción de la base de datos

Con relación a la base de datos que analizaremos, en primer lugar, destacamos que ésta es novedosa. Lo anterior, debido, a que esta se ha obtenido mediante una recolección manual de datos desde las memorias anuales de las compañías (esta información no ha sido usada en estudio anteriores). Las memorias anuales son enviadas por las compañías a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), ente regulador que tiene entre sus objetivos principales velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, además de velar porque las personas o entidades fiscalizadas, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan.

Se revisaron en total 476 memorias de 34 empresas no financieras, las cuales se encontraban indexadas en el índice IPSA (año 2018, antes de la modificación de su composición). El período de tiempo de la muestra abarca desde el año 2005 al 2018. La información financiera restante de las compañías fue extraída desde la base de datos Thomson Reuters Eikon.

Las compañías de la muestra pertenecen a 8 diferentes sectores industriales (materiales, consumo, energía, servicios de finanzas, industriales, tecnológicas, telecomunicaciones y servicios), de los cuales en el sector de las telecomunicaciones corresponde a los mayores pagos por compensaciones a la plana ejecutiva. Con la finalidad de contar con información del tamaño de las compañías se analizó por un lado su capitalización de mercado y sus *revenues*. Para medir el rendimiento de las compañías utilizamos algunos proxys como son el ROA con un promedio del total de la muestra de un 5,4% y Retornos de las compañías promedio de 14,9%.

Para el levantamiento de la información, se revisaron en detalle los índices de cada memoria, luego se procedió a revisar la sección referente a la plana ejecutiva, directorio y comité de directores, como se detalla a continuación.

### *2.2.1 Plana Ejecutiva*

En la sección referente a la plana ejecutiva de las compañías, los datos se obtuvieron desde la información de la administración de la empresa. Los datos recolectados a mano fueron: compensación fija, variable, acciones (algunas compañías realizan pagos en opciones de acciones), compensación total. Los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva son pagados en diferentes tipos de moneda dependiendo de la compañía. Mas aún, en las mismas compañías se encontró que a lo largo del tiempo las monedas de pago han variado (dólares, CLP, UF y UTM), también, algunas compañías expresan sus valores en miles o millones.

Para obtener la información de la permanencia del gerente general (CEO) de cada compañía, esta se obtuvo en el sitio web de la CMF, para lo cual se ingresó a la sección de mercado de valores / entidades fiscalizadas / emisores de valores de oferta pública, a continuación, se seleccionó la compañía, luego en la sección de registro de gerentes y ejecutivos principales se obtuvo la fecha de inicio y término de cada gerente general, así como también su género. Con esta información se pudo construir indicadores de rotación y permanencia de los gerentes generales.

### *2.2.2 Directorio*

En la sección referente a los directores, ahí es donde se extrajeron los datos de la remuneración del directorio. La información que se obtuvo fue: tamaño del directorio (correspondiente al número de personas que lo componen), género de sus integrantes, número de directores independientes, compensación fija, compensación variable, total de compensaciones (en muchos casos las compañías reportan los montos fijos y variables, otras solo totales) y el tipo de moneda de pago de las compensaciones.

### *2.2.3 Comité de directores*

En la sección referente al comité de directores, se obtuvieron los datos de: tamaño del comité de directores (número de integrantes), género de los integrantes del comité de directores, número de directores independientes del comité, total de compensaciones del comité y el tipo de moneda de pago (dólares, CLP, UF y UTM).

Como hallazgo de nuestro proceso de recolección de datos, nos hemos dado cuenta de que la información es de difícil acceso, debido, a que no se encuentra en bases de datos internacionales, por ser un mercado emergente (se puede extraer solo de forma manual). Una vez obtenida la información el detalle no es extenso. La lectura de los datos expresados en diferentes tipos de monedas de pago complejiza su comprensión, pudiendo ser una barrera para el lector de acuerdo con su nivel de conocimiento financiero.

La normativa es bastante general en el ámbito de las compensaciones declaradas. Como ejemplo relevante, tenemos que, en el caso del gerente general, los montos de su compensación no están disponible públicamente (sólo está disponible el agregado de la plana ejecutiva), esto se podría deber a que la normativa vigente no lo solicita, en comparación con las compañías de mercados desarrollados, donde esta información es desagregada y pública.

## **2.3 *Análisis de la muestra***

Primero se realizará un análisis descriptivo del sistema de compensaciones de la plana ejecutiva de las compañías, comité de directores y directorio. Para este análisis, se utilizó la muestra de las 34 compañías revisadas de forma transversal durante 14 años. Además, se realizará un análisis de las normas y reglamentos marcos que rigen las compañías, para la entrega de su información pública.

### 2.3.1 Análisis de la Plana Ejecutiva

La plana ejecutiva de las compañías es definida como: “cualquier persona natural que tenga la capacidad de determinar los objetivos, planificar, dirigir o controlar la conducción superior de los negocios o la política estratégica de la entidad, ya sea por sí solo o junto con otros”. Lo anterior, de acuerdo con ley 18.045.

A continuación, se entregará un análisis con la estadística descriptiva de los antecedentes recopilados del sistema de compensaciones de la plana ejecutiva de las 34 compañías. En la Tabla n°1 se muestra la información obtenida:

**Tabla n° 1** Estadística descriptiva de la información de la plana ejecutiva de las compañías.

<b>Variable</b>	<b>Obs.</b>	<b>Promedio</b>	<b>Desv. Est.</b>	<b>Min.</b>	<b>Max.</b>
Antigüedad CEO en años	476	6,67	6,41	0,003	30
Compensación Total PEjec. en MM\$	439	4.686	6.760	4	57.726
Compensación Variable MM\$	125	1.139	1.605	0,021	6.687
Compensación en Acciones MM\$	15	659	337	114	1383

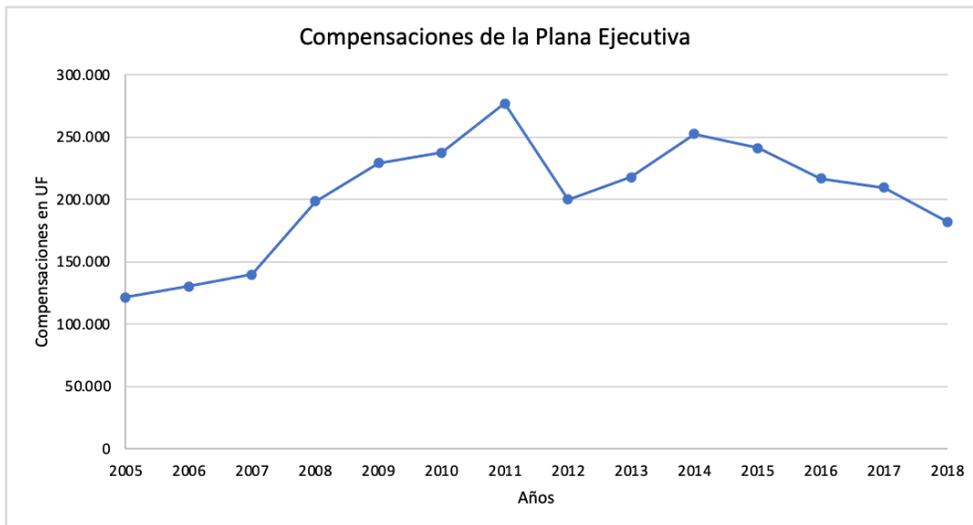
Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con la muestra analizada, el gerente general (CEO) permanece en promedio 6,7 años en las compañías. La totalidad de los CEOs son hombres durante el período analizado (2005-2018).

Del total de las observaciones obtenidas, sólo un 28% de las empresas declara el detalle de sus compensaciones (fijo y variable por separado), por lo cual esas compañías declaran haber entregado compensaciones en base al cumplimiento de objetivos organizacionales, mientras que el restante sólo declara sus totales. Un escaso 3,4% de las compañías ha declarado el monto entregado en forma de acciones a la plana ejecutiva como un sistema de compensación.

En la información declarada en sus memorias, las empresas entregan el monto de las compensaciones de forma agregada de la plana ejecutiva de cada empresa (incluyendo al CEO, CFO, entre otros) quienes están encargados de tomar las principales decisiones. Se realizaron cambios en los CEO de las compañías, siendo las empresas con mayor rotación en el período: Aguas Andinas (4) y La Polar (5).

Luego, para hacer un análisis de la tendencia de las compensaciones promedio de la plana ejecutiva, se realizó una conversión de los montos de las compensaciones a la Unidad de Fomento del año respectivo, con la finalidad de poder comparar el monto a través de los años. Lo anterior, está representado en la Figura n°2.



**Figura n° 2** Promedio de compensaciones de la plana ejecutiva.

Fuente: elaboración propia. Montos en Unidad de Fomento (UF) del año.

En la Figura n°2 se puede observar que entre los años 2005 y 2011 los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva aumentaban cada año, incluyendo el período de la crisis sub-prime 2008-2009. El monto promedio anual de las compensaciones del período completo fue de 199.892 UF.

El año con el monto de compensaciones más alto fue el 2011 con un promedio anual de 267.326 UF, luego, a contar del año 2012 se puede ver una importante

disminución y durante los últimos 5 años las compensaciones se han mantenido a la baja (en el año 2018 las compensaciones promedio disminuyeron a 176.717 UF).

Por lo que, al parecer las empresas han mostrado una tendencia a la moderación negativa de los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva.

Luego, se realizó un análisis más detallado de las características de las empresas. Lo que se representa en la Tabla n°2, donde se puede ver el detalle de la compensación de la plana ejecutiva (extraída desde las memorias) por industria incluyendo algunas características de las compañías.

**Tabla n° 2** Compensación de la plana ejecutiva por industria (2005-2018)

Industria	N° Firmas	Promedio de Compensaciones (Millones \$)	Promedio de Market Cap (Millones \$)	Promedio de Revenues (Millones \$)	Promedio de ROA (%)	Promedio de Retornos (%)
Materiales	4	\$ 5.057	\$ 2.650.691	\$ 2.224	5,0%	17,0%
Consumo	9	\$ 6.007	\$ 2.350.136	\$ 2.025.022	6,5%	16,6%
Energía	2	\$ 1.037	\$ 6.339.086	\$ 16.800	4,7%	10,3%
Financieras	3	\$ 1.775	\$ 710.579	\$ 293.460	5,0%	20,9%
Industriales	6	\$ 6.681	\$ 1.054.204	\$ 175.609	3,3%	15,5%
Technologie	1	\$ 2.628	\$ 927.075	\$ 577.810	6,9%	7,9%
Telecomunicaciones	1	\$ 11.082	\$ 1.933.424	\$ 1.367.921	6,6%	8,3%
Servicios	8	\$ 2.662	\$ 2.852.995	\$ 484.145	5,7%	12,2%
<b>Promedio</b>					<b>5,4%</b>	<b>14,9%</b>

Fuente: elaboración propia.

De la Tabla de anterior, se destaca que el promedio de los retornos es de un 14,9% y el promedio del ROA es de un 5,4% a nivel del índice. Las industrias con mayor representación en la muestra son: consumo, servicios e industriales.

Luego, se realizó un análisis de las compensaciones de la plana ejecutiva antes y después de la crisis sub prime del año 2008 (se consideró una ventana de +-3 años de la crisis sub-prime), el resumen estadístico se muestra a continuación en la Tabla n°3.

**Tabla n° 3** Resumen estadístico pre y post crisis financiera año 2008

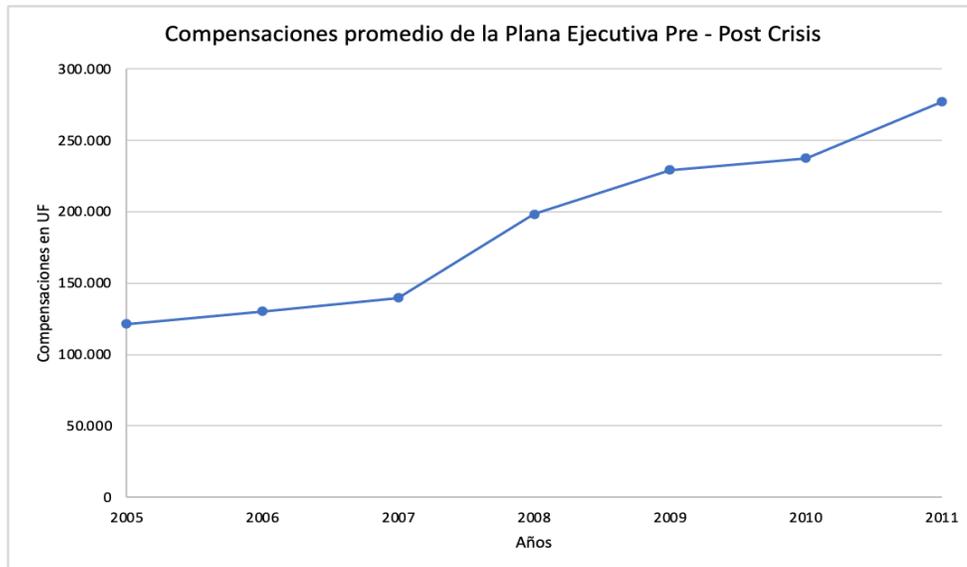
<b>Variable-Promedio</b>	<b>Pre Crisis Financiera (2005-2007)</b>	<b>Post Crisis Financiera (2009-2011)</b>	<b>Total (2005-2011)</b>
Size (market cap MM\$)	\$ 1.720.946	\$ 2.679.015	\$ 2.112.775
Size (revenues en MM\$)	\$ 399.603	\$ 656.140	\$ 540.513
Total de compensaciones ejec. MM\$	\$ 2.435	\$ 5.291	\$ 3.968
Retornos anuales (%)	29,5	33	23,9
ROA anual (%)	6,8	5,8	6,4
Observaciones	85	92	207

Fuente: elaboración propia.

Al realizar un análisis de las variables de tamaño de las compañías, se puede observar que en el período post crisis tanto los ingresos como la capitalización de mercado es mayor, este efecto podría ser consecuencia de una recuperación económica.

Si realizamos la comparación (pre-post crisis) de la variable de desempeño ROA, se puede observar que antes de la crisis el ROA anual promedio de las compañías era un 1% mayor que en el período post crisis. Por lo cual, al parecer la recuperación del indicador financiero es de mediano plazo. Por otro lado, los retornos de las compañías fueron mayor en el período post crisis.

El monto promedio en compensaciones pagados por las empresas hacia la plana ejecutiva anualmente, para el período antes de la crisis (2005-2007) fue de MM \$ 2.435, en el período post crisis (2009-2011) este monto aumento a MM \$ 5.291. El monto promedio de las compensaciones de la plana ejecutiva para el período completo (2005-2011) fue de MM \$3.968. En la Figura n°3 está representado la comparación de las compensaciones de la plana ejecutiva en el período pre-post crisis 2008, valores convertidos en UF.



**Figura n° 3** Promedio de compensaciones de la plana ejecutiva pre y post crisis financiera.

Fuente: elaboración propia. Montos en Unidad de Fomento (UF) del año.

Al realizar la transformación de los montos de las compensaciones en UF, con la finalidad de poder realizar la comparación en el tiempo, en la Figura n°3 podemos observar que en el período pre-crisis (2005-2007) el promedio de las compensaciones de la plana ejecutiva fue de 130.362 UF, en contraste para el período post crisis (2009-2011) el monto fue de 224.698 UF reflejando una mayor tendencia después de pasar el período de crisis financiera.

En definitiva, la tendencia de las compensaciones post crisis desde el año 2009 en adelante es alcista, de recuperación, lo que se podría deber a una mejor estabilidad del mercado y economía en general del país. Continuando en el presente Capítulo, se analizará con más profundidad si existe alguna relación entre las compensaciones de la plana ejecutiva y el crecimiento económico del país.

### 2.3.2 *Análisis del comité de directores*

De acuerdo con el art. 50 bis de la ley 18.046 de las Sociedades Anónimas en Chile, las Sociedades Anónimas Abiertas (SAA), deben tener un comité de directores cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones.

Entre las facultades y deberes que tendrá el comité:

1. Examinar los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros presentados por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas, y pronunciarse respecto de éstos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación.
2. Proponer al directorio nombres para los auditores externos y clasificadores privados de riesgo, en su caso, que serán sugeridos a la junta de accionistas respectiva. En caso de desacuerdo, el directorio formulará una sugerencia propia, sometiéndose ambas a consideración de la junta de accionistas.
3. Examinar los antecedentes relativos a las operaciones a que se refiere el Título XVI y evacuar un informe respecto a esas operaciones. Una copia del informe será enviada al directorio, en el cual se deberá dar lectura a éste en la sesión citada para la aprobación o rechazo de la operación respectiva.
4. Examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad.
5. Preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas.

6. Informar al directorio respecto de la conveniencia de contratar o no a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos de conformidad a lo establecido en el artículo 242 de la ley N° 18.045, en atención a si la naturaleza de tales servicios pueda generar un riesgo de pérdida de independencia.
7. Las demás materias que señale el estatuto social, o que le encomiende una junta de accionistas o el directorio, en su caso.

Los directores integrantes del comité serán remunerados. El monto de la remuneración será fijado anualmente en la junta ordinaria de accionistas, acorde a las funciones que les corresponde desarrollar, pero no podrá ser inferior a la remuneración prevista para los directores titulares, más un tercio de su monto. La junta ordinaria de accionistas determinará un presupuesto de gastos de funcionamiento del comité y sus asesores, el que no podrá ser inferior a la suma de las remuneraciones anuales de los miembros del comité, y éste podrá requerir la contratación de la asesoría de profesionales para el desarrollo de sus labores, conforme al referido presupuesto. Realizando un análisis descriptivo de la muestra, acerca de las características del comité de directores, se obtuvo la siguiente información (Tabla n°4):

**Tabla n° 4** Resumen estadístico información del comité de directores

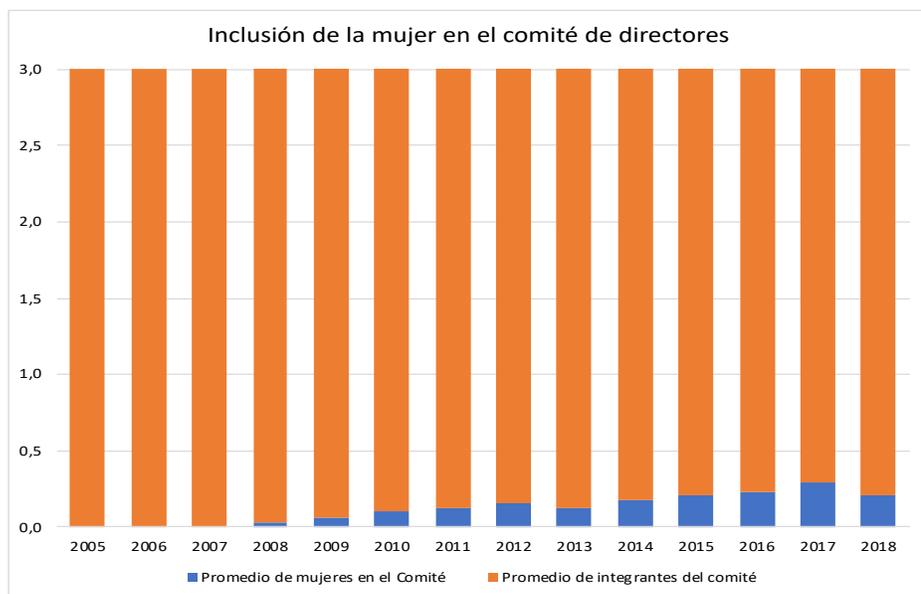
<b>Variable</b>	<b>Obs.</b>	<b>Promedio</b>	<b>Desv. Est.</b>	<b>Min.</b>	<b>Max.</b>
Tamaño del comité de directores	441	3	0,15	1	4
N.º de hombres en el comité	441	2,8	0,37	1	4
N.º de mujeres en el comité	441	0,12	0,36	0	2
N.º de directores independientes	441	1,65	0,82	0	4
Compensación del comité en MM\$	388	47	43	0,27	269

Fuente: elaboración propia

Los datos que se recolectaron desde las memorias de las compañías reflejan características de su composición (tamaño, género, independientes) así como también los montos de sus compensaciones.

Los montos de las compensaciones que reciben los integrantes del comité de directores, el promedio de los pagos al comité es de MM\$ 47, con un mínimo de MM\$ 0,27 y un máximo de MM\$ 269.

El promedio de los integrantes del comité es de 3 directores. Del total de los integrantes del comité un 93% en promedio son hombres y las mujeres solo representan un 7% de participación en los comités. Esta incorporación gradual de las mujeres en los comités de directores se puede observar en la Figura n°4.

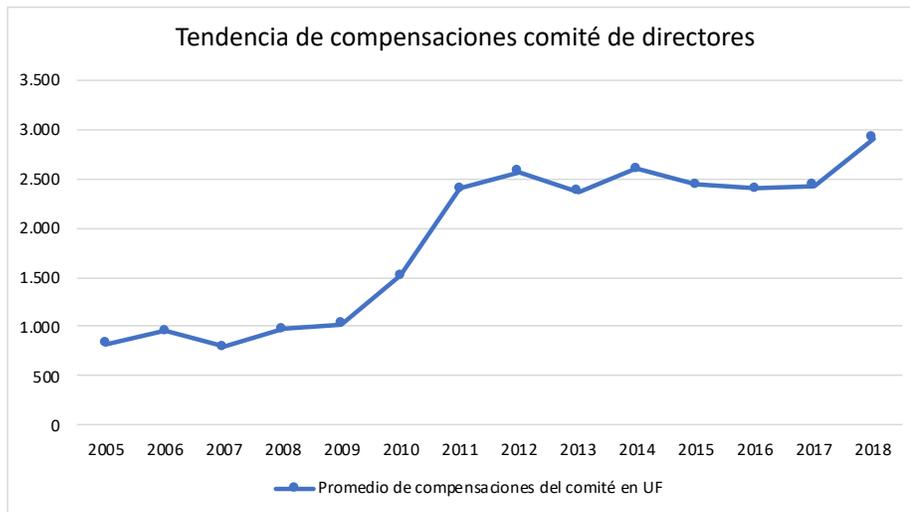


**Figura n° 4** Inclusión de la mujer en el comité de directores en las compañías.

Fuente: elaboración propia.

Realizando un análisis en detalle de la composición del comité de directores de las empresas, se encuentra evidencia que desde el año 2005 al 2007 todos los miembros del comité eran hombres. A contar de esa fecha el número promedio era de 3 hombres, luego comenzó a disminuir, lo que se traduce en la incorporación de mujeres en el comité, pasando al año 2018 a 2,8 hombres promedio por comité, lo que equivale a un 93% del total de sus integrantes.

La tendencia del total anual de compensaciones pagadas al comité de directores se detalla en la Figura n°5, figura en la cual los montos de sus compensaciones han sido transformados en UF para su análisis.



**Figura n° 5** Tendencia de compensaciones del comité de directores.

Fuente: elaboración propia. Montos en Unidad de Fomento (UF) del año.

En la Figura n° 5 se muestra la tendencia que han tenido las compensaciones de los integrantes del comité de directores (valores convertidos a UF). Las compensaciones promedio anual que se entregan al comité durante el período 2005-2018 es de 1.868 UF.

Se puede observar una desde el año 2005 al 2009 una tendencia bastante estable en los montos pagados. Luego, los años 2010 y 2011, ocurrió la mayor alza de los montos pagados. A partir del año 2012 en adelante la tendencia nuevamente muestra una estabilización durante los siguientes seis años.

Como un hecho destacable, se observa que durante el período de crisis económica 2008 los montos de sus compensaciones no disminuyeron, en contrario a lo que se podría esperar, debido a que la economía y las empresas se vieron afectadas de forma negativa y los niveles de compensaciones se mantuvieron estables.

Considerando lo anterior, se realizó un análisis del impacto que pudo tener en las compensaciones del comité de directores en los períodos pre y post crisis 2008. Para este análisis se utilizó una ventana de tres años antes (2005-2007) y después de la crisis (2009-2011) los valores están expresados en UF, ver Figura n°6.



**Figura n° 6** Promedio de compensaciones del comité de directores pre y post crisis financiera

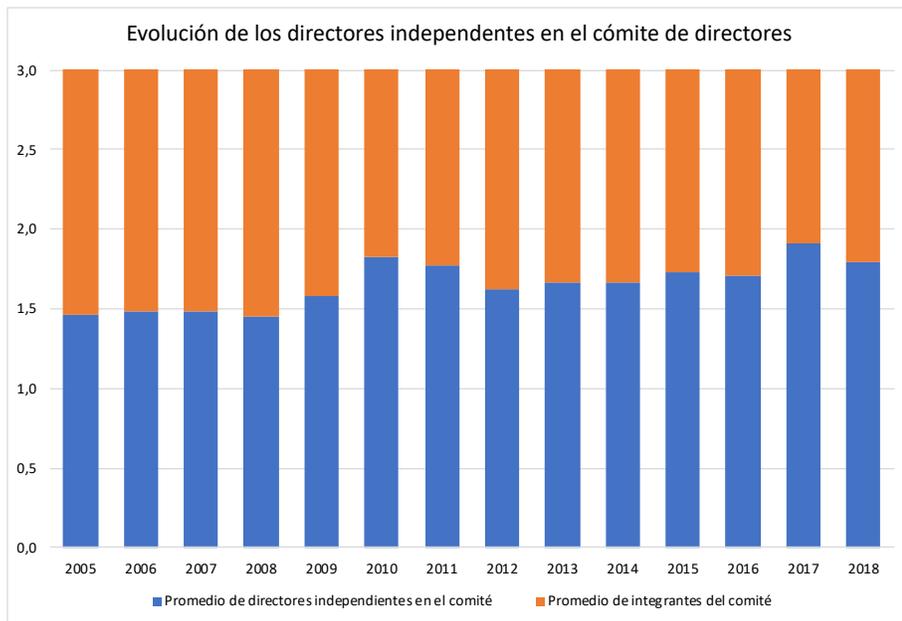
Fuente: elaboración propia. Montos en Unidad de Fomento (UF) del año.

Las compensaciones promedio del comité de directores antes de la crisis fue de 859 UF el período post crisis las compensaciones aumentaron a un promedio de 1.642 UF.

En la Figura n° 6 se puede observar que las compensaciones del comité de directores han tenido un constante aumento a través del tiempo, siendo que en el período post crisis el monto significativamente mayor.

Cabe recordar que el monto de la remuneración del comité es fijado anualmente en la junta ordinaria de accionistas. Por lo tanto, no dependerían del rendimiento de la compañía directamente, sino que sería un monto arbitrario asignado por la junta de accionistas.

Los directores independientes y su incorporación dentro de la empresa, se considera un elemento importante dentro de los gobiernos corporativos, ya que, ellos no deben tener ningún tipo de vínculo con la empresa, así como también deben ser expertos en control y vigilancia. En este sentido, el tener información de su evolución dentro de las compañías es valioso. El resumen de la incorporación de los directores independientes dentro del comité se muestra en la Figura n° 7.



**Figura n° 7** Evolución de directores independientes en el comité de directores.

Fuente: elaboración propia

En la Figura n°7 se puede observar un alza de la cantidad de directores independientes desde el año 2009 en adelante. En los comités de directores, el promedio de directores independientes es de 1,65. En otras palabras, un 55% de los integrantes del comité de directores son independientes.

La importancia de los directores independientes es debido a que son ellos, quienes velan por el resguardo de los accionistas minoritarios, controlando y vigilando el actuar de la gerencia.

### 2.3.3 Análisis del directorio

De acuerdo con la ley 18.046, en su artículo Art. 31 señala que la administración de la sociedad anónima la debe ejercer un directorio elegido por la junta de sus accionistas.

Referente a sus compensaciones el Art. 33 señala que: “Los estatutos deberán determinar si los directores serán o no remunerados por sus funciones y en caso de serlo, la cuantía de las remuneraciones será fijada anualmente por la junta ordinaria de accionistas. En la memoria anual que las sociedades anónimas abiertas sometan al conocimiento de la junta ordinaria de accionistas, deberá constar toda remuneración que los directores hayan percibido de la sociedad durante el ejercicio respectivo, incluso las que provengan de funciones o empleos distintos del ejercicio de su cargo, o por concepto de gastos de representación, viáticos, regalías y, en general, todo otro estipendio. Estas remuneraciones especiales deberán presentarse detallada y separadamente en la memoria, avaluándose aquellas que no consistan en dinero.”

Durante la revisión de las memorias de las compañías, se extrajeron los antecedentes disponibles de las compensaciones del directorio, las cuales se analizan en el siguiente apartado (ver Tabla n°5).

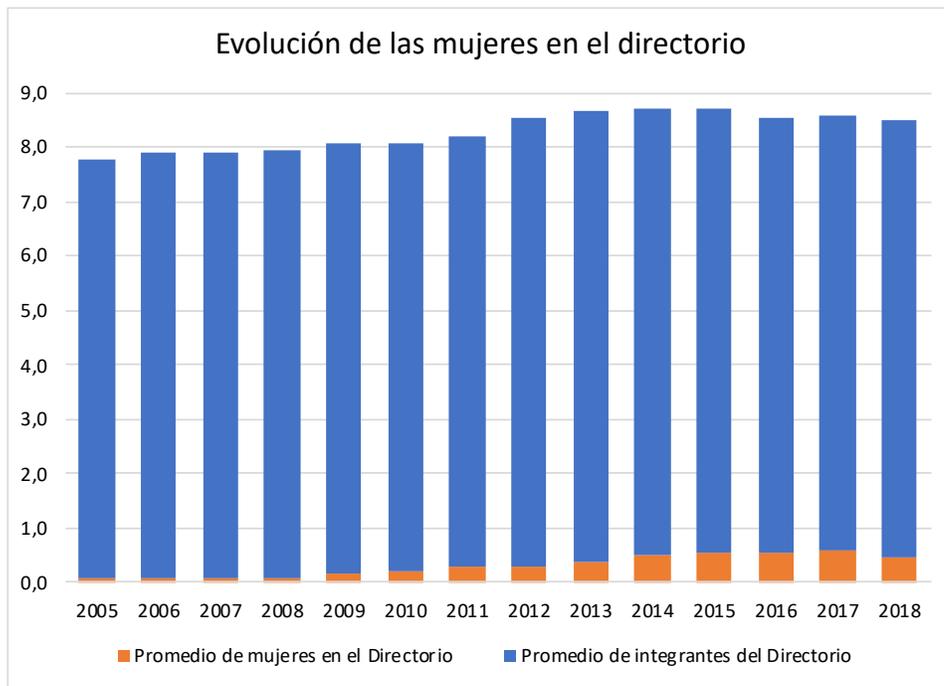
**Tabla n° 5** Resumen estadístico información del directorio

<b>Variable</b>	<b>Obs.</b>	<b>Promedio</b>	<b>Desv. Est.</b>	<b>Min.</b>	<b>Max.</b>
Tamaño del directorio	450	7,98	1,32	6	14
N.º de hombres en el directorio	449	7,66	1,34	6	14
N.º de mujeres en el directorio	449	0,32	0,61	0	3
N.º de directores independientes	449	0,40	0,83	0	6
Compensación del directorio en MM\$	419	589	533	37	3.187

Fuente: elaboración propia

Los montos de las compensaciones del directorio son de un promedio de MM\$589, en la muestra. El tamaño del directorio de las compañías es de por 8 personas en promedio.

En total de los directores, se destaca una clara inclinación por el género masculino, siendo ellos los predominantes en los directorios, llegando a tener una participación del 95% del total de los integrantes. La participación de las mujeres en los directorios es muy escasa, lo que ha cambiado durante los últimos años. Los directorios han comenzado un proceso de diversidad de género con más fuerza en los directorios (ver Figura n° 8).



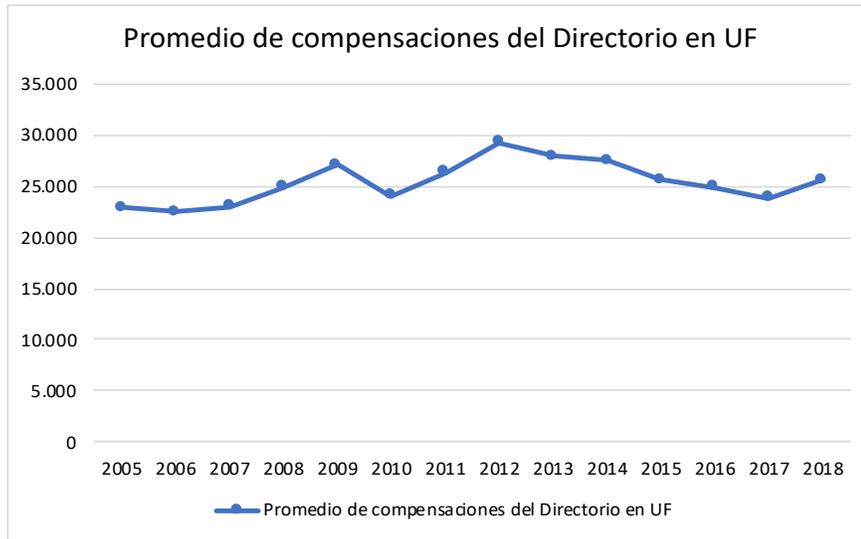
**Figura n° 8** Inclusión de la mujer en los directorios de las compañías.

Fuente: elaboración propia

En la Figura n° 8 se puede observar que desde el año 2009, se ha iniciado una participación mas activa de las mujeres dentro de los directorios. Esta participación ha ido en aumento a través de los años como se puede observar. Es cierto, que la participación de la mujer aún es incipiente (cerca al 5% de total de integrantes del directorio), pero a su vez es destacable su avance durante los últimos años.

En relación con las compensaciones del directorio, estas se fijan en la reunión ordinaria de los accionistas. Por lo que analizar su evolución en el tiempo es interesante, debido a que los accionistas aprueban los montos de compensaciones del directorio y

al existir una alta concentración de propiedad, sería los accionistas mayoritarios quienes tiene el mayor poder de voto. Para ver su comportamiento, revisamos su tendencia en el tiempo de los montos promedios de la compensación del directorio, estos montos se analizarán convertidos en UF (ver Figura n°9).



**Figura n° 9** Tendencia de compensaciones del directorio.

Fuente: elaboración propia. Montos en Unidad de Fomento (UF) del año.

En la Figura n° 9 se observa una tendencia del monto de compensaciones ha sido estable en el período estudiado. El monto promedio las compensaciones anuales pagadas al directorio en el período completo (2005-2018) de 25.450 UF. El año 2010 fue donde se refleja una caída importante de las compensaciones, por otro lado, el año con mayores alzas en los montos fue el año 2012, el monto fue de 30.000 UF aprox.

A partir de lo anterior, se analizó la tendencia de las compensaciones del directorio (Figura n° 10) realizando una comparación de las compensaciones del directorio en período pre-post crisis.



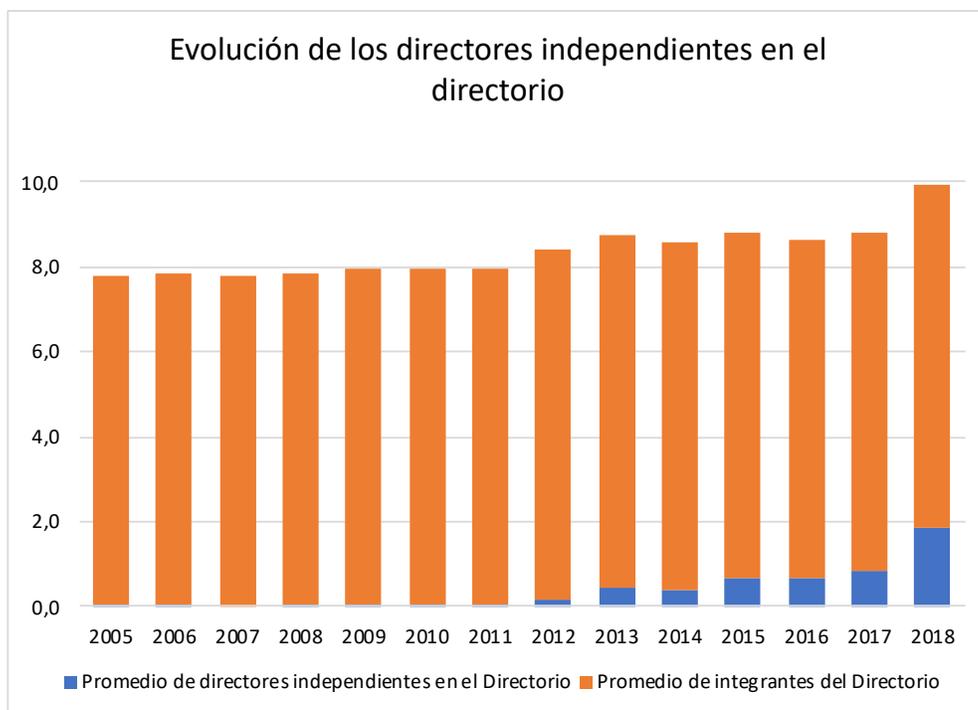
**Figura n° 10** Promedio de compensaciones del directorio pre y post crisis financiera 2008.

Fuente: elaboración propia. Montos en Unidad de Fomento (UF) del año.

En la Figura n° 10 se realizó un análisis de la tendencia de las compensaciones del directorio, para lo cual se grafica una ventana de  $\pm 3$  años desde la crisis del año 2008. Los montos de las compensaciones fueron transformados a UF del año en referencia, para hacer la comparación en el tiempo.

Se puede observar que en el período pre-crisis los montos fueron muy estables (22.787 UF), luego, en el período post crisis (25.794 UF). En el año 2010, se muestra una caída en las compensaciones, lo anterior, podría o no ser una consecuencia por desfase del impacto de la crisis sub prime, o a otro aspecto relacionado, considerando que las cifras anuales son establecidas por los accionistas.

Los directores independientes tienen un importante rol dentro de los directorios, debido a que ellos velan por los intereses de los accionistas minoritarios y su riqueza. Aportando en su rol de monitoreo al interior de las compañías. En la Figura n°11 se muestra la tendencia a través del tiempo de directores independientes.



**Figura n° 11** Tendencia de directores independientes en el directorio.

Fuente: elaboración propia.

En promedio las compañías tienen un 0,4 director independiente en el período completo, con un aumento de la tendencia de forma positiva desde el año 2010. En otras palabras, del total de los integrantes del directorio un 5% de ellos corresponden a directores independientes. El año con mayor cantidad de directores independientes es el año 2018 con un total de un 20% del total. Este cambio de tendencia podría ser consecuencia que el art. 50 bis de la ley 18.046, se modificó en el año 2009, incorporando que las SAA deberán designar al menos a un director independiente y el comité de directores cuando tengan los requisitos en patrimonio bursátil que establece dicho artículo.

#### 2.3.4 *Análisis de compensaciones de la plana ejecutiva y variables macroeconómicas.*

Las variables macroeconómicas y su efecto que podría tener sobre las compensaciones de la plana ejecutiva de las compañías podrían estar relacionado, debido, a que las compañías están afectas a los cambios macroeconómicos de los países, como lo son el cambio en los precios (inflación), crecimiento del PIB, crecimiento de las remuneraciones, lo que podría afectar la adquisición de bienes y servicios que las empresas ofrecen al mercado. Por otro lado, las compensaciones de la plana ejecutiva estarían ligadas en caso de ser variable generalmente a los rendimientos de las compañías y éstos se podrían ver afectados por indicadores macroeconómicos.

A continuación, se revisarán las tendencias de algunos indicadores macroeconómicos de Chile:

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda de Chile (2019), el Producto Interno Bruto (PIB) refleja el valor total de los bienes y servicios producidos en el territorio de un país en un período de tiempo determinado, libre de duplicaciones.

La tendencia del PIB ha pasado desde 123 a casi 300 mil de millones de dólares en sólo 14 años, aumentando considerablemente la actividad económica del país. Para el análisis del presente estudio se utiliza el Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) el cual es una estimación que resume la actividad de los distintos sectores de la economía en un determinado mes, a precios del año anterior; su variación interanual constituye una aproximación de la evolución del PIB.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) es uno de los indicadores de mayor importancia para una sociedad, ya que es un indicador económico que registra la variación de precios de los bienes y servicios que consumen los chilenos (INE, 2019).

El IPC es fundamental para poder tener alguna estimación de cuanto se podrá comprar con una cantidad de dinero, midiendo el poder adquisitivo de éste. A mayor

inflación menor será la capacidad de compra. El promedio del IPC ha sido de un 3,3 %, considerando que la meta del Banco Central de Chile es de un 3%.

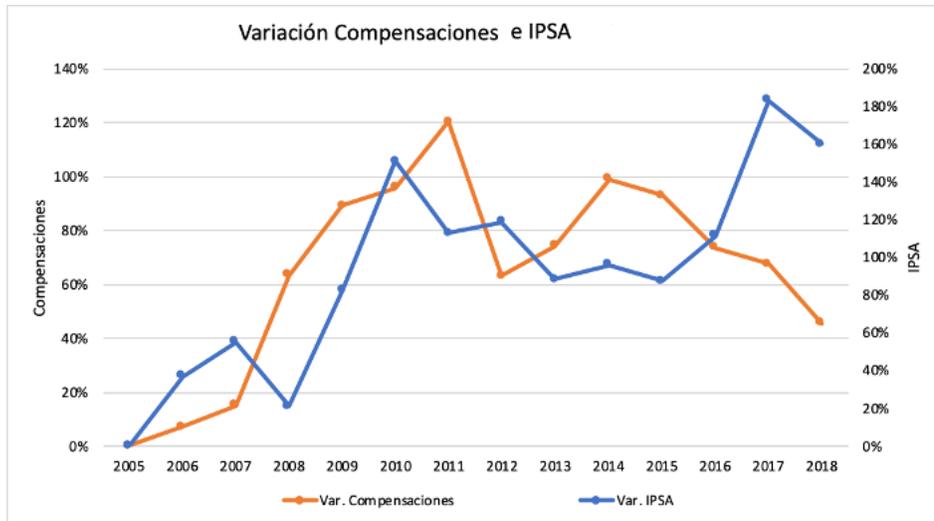
La tasa de desempleo es la relación porcentual entre la cantidad de personas que están ocupadas y el número de personas que componen la población en edad de trabajar.

Como consecuencia de la crisis del año 2008, la tasa de desempleo del año 2009 fue de un 10,8%. Luego su tendencia ha ido en disminución. En Chile la tasa de desempleo promedio ha sido de un 7,3% en el período estudiado.

El Índice de Precios Selectivos de Acciones (IPSA), mide las variaciones de precios de 40 sociedades con mayor presencia bursátil en la Bolsa de Santiago. La selección de sociedades se efectúa trimestralmente en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. La base del índice se renueva al principio de cada año, tomando

el valor 100, el último día hábil del mes de diciembre del año anterior (Bolsa de Santiago). El promedio del índice ha sido de un 9,9% de rentabilidad en el período.

El índice IPSA es el principal índice bursátil del mercado chileno, el cual funciona como un indicador de la rentabilidad del mercado chileno. En este índice se encuentran las principales empresas líderes en su industria. A continuación, les presentamos en la Figura n°12 la variación del índice IPSA junto a la variación de las compensaciones de la plana ejecutiva.



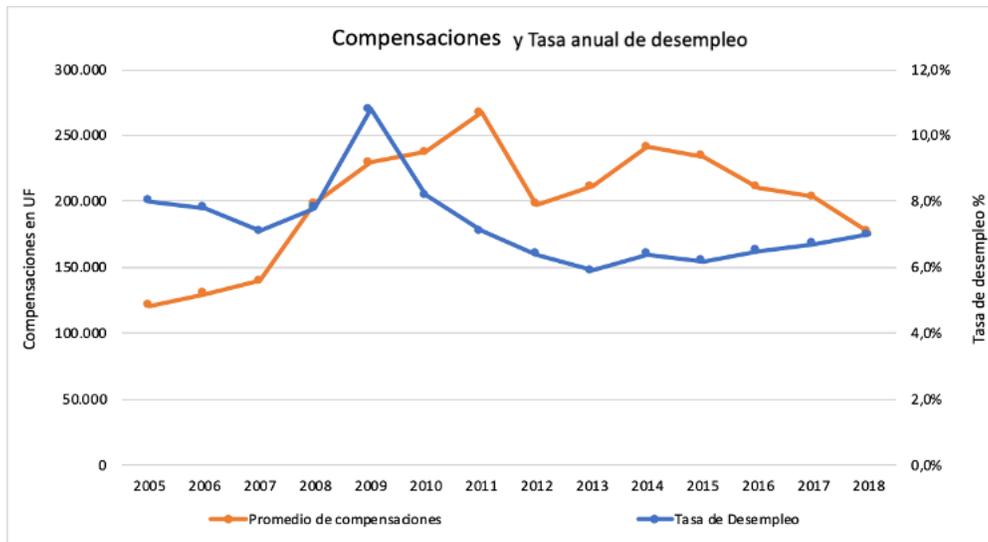
**Figura n° 12** Variación de las compensaciones promedio de la plana ejecutiva (UF) e Índice IPSA.

Fuente: elaboración propia.

La finalidad de este análisis entre las compensaciones y el índice IPSA, radica en el hecho, que las compensaciones de la plana ejecutiva se encontrarían vinculadas con indicadores de rendimiento, en este caso el índice IPSA muestra la rentabilidad del mercado de las compañías. Por lo cual, poder entender si la tendencia de las compensaciones esta alineada con el IPSA, podría entregar algún hallazgo sobre su relación. En otras palabras, si ambas series muestran tendencias similares, se podría suponer que están relacionadas.

En la Figura n°12 sugiere que la serie del índice IPSA, no se comporta de forma similar a la de las compensaciones. Se observa que en períodos de caídas importantes en los mercados bursátiles (2008) el monto de las compensaciones tuvo un aumento, por lo anterior, se sugiere que gráficamente quizás las compensaciones no están relacionadas con indicadores de rendimiento bursátil, más bien, existirían otros factores asociados que explicarían las variaciones de las compensaciones de la plana ejecutiva.

En la Figura n°13 se muestra la tendencia del desempleo anual y los montos promedios de compensaciones de la plana ejecutiva:



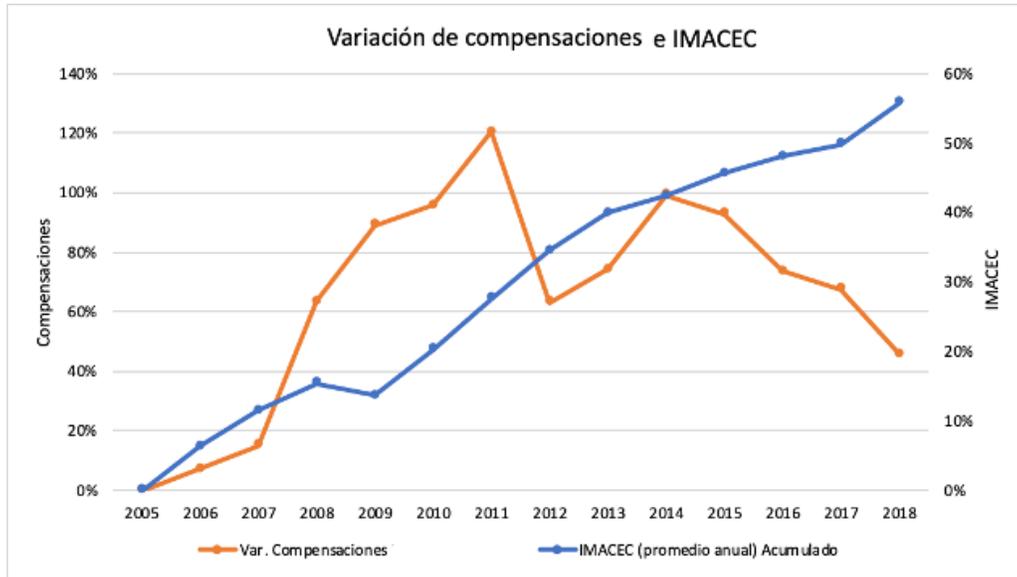
**Figura n° 13** Compensaciones de la plana ejecutiva y tasa de desempleo.  
Fuente: elaboración propia.

En el gráfico n°12, se puede observar que durante el año 2009 principalmente la tasa de desempleo anual (eje derecho) tuvo la mayor alza del período (10,8%), lo anterior, debido a un impacto de la crisis sub prime. Ese mismo año, las compensaciones promedio (eje izquierdo) de la plana ejecutiva tuvo un aumento en su cuantía. En este hallazgo es interesante, el cual nos lleva hacernos las siguientes preguntas de investigación:

1. Al existir un aumento de la tasa de desempleo, las compensaciones de la plana ejecutiva no baja, ya que, las compañías tienden a retribuir y retener el talento de la plana ejecutiva.
2. Las compensaciones de la plana ejecutiva no baja, debido a la existencia de gobiernos corporativos débiles.

Por otra parte, el crecimiento económico, rendimiento de las compañías y las compensaciones de la plana ejecutiva posiblemente podrían estar relacionadas, ya que, a un mayor nivel de crecimiento económico, implicaría un mayor nivel de consumo,

por lo tanto, sería de esperar que el rendimiento de las empresas fuese superior o viceversa. En la Figura n°14 se presenta el crecimiento del país medidos en términos del IMACEC, así como la tendencia del pago de compensaciones de la plana ejecutiva:



**Figura n° 14** Tendencia de compensaciones promedio de la plana ejecutiva (UF) y crecimiento económico.

Fuente: elaboración propia.

Cabe aclarar, que en la Figura n°14 se utiliza la variación, por lo tanto, la serie de datos comienza el año 2006, debido a que el año 2005 se utilizó como el año base. para calcular las variaciones de las compensaciones de la plana ejecutiva se utilizó:

$$\Delta CTE x_t = \frac{valor (t)}{valor_{(2005)}}$$

En la Figura n°14 se puede observar, que a lo largo del tiempo las compensaciones de la plana ejecutiva, entre el año 2007 y 2010 tuvieron el mayor período de alza (al mismo tiempo en el año 2009 existió una importante caída a nivel económico) luego, a partir del año 2014 las compensaciones han ido en disminución. Por otra parte, el índice IMACEC ha tenido un constante crecimiento entre 2010 en adelante. Al parecer, la crisis económica entre los años 2008-2009 no tuvo impacto

sobre los aumentos en las compensaciones, los cuales podrían ser debido a retención o quizás asuntos referentes a los gobiernos corporativos de las compañías.

### 2.3.5 *Compensaciones en el contexto Latinoamericano*

De acuerdo con el estudio de remuneraciones 2022 realizado para el mercado de Latinoamérica, la consultora *Page Executive* entrevistó a más de mil ejecutivos de diferentes países, entre ellos tenemos a Chile, Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú, entre otros países. Considerando la estructura de remuneraciones, aproximadamente un 88% es de componente fijo y en un menor porcentaje 64% a remuneración variable. Considerando la remuneraciones de los CEO, el estudio realizó un comparativo de las compensaciones de los ejecutivos para el mercado Latinoamericano. Al realizar un ranking según las magnitudes de compensaciones para los diferentes países, se puede observar que los CEO que reciben un mayor monto de compensaciones son los residentes de Argentina, quienes pueden llegar a ganar entre USD \$100.000 y USD \$600.000, dependiendo del tamaño de facturación de la compañía. En segundo lugar, tenemos a los CEO de Brasil (USD \$95.000 – \$300.000), luego Colombia (USD \$77.000 – \$460.000).

En el cuarto lugar del ranking se encuentran los CEO de Chile con montos que fluctúan entre USD \$75.000 y USD \$380.000 en remuneraciones fijas. Adicionalmente, a su compensaciones se les debe agregar el componente vinculado al cumplimiento de objetivos (variable). Los porcentaje de su remuneración variable varían desde 20% a un 45% del total de sus ingresos, según el nivel de facturación de la organización.

Es por lo anterior, que se podría considerar que los CEO de Chile, están en la tabla media de las remuneraciones ejecutivas, al compararnos con países de Latinoamérica, y esto nos entrega señales de que los elevados salarios de los ejecutivos es un fenómeno transversal en los países. Considerando que Chile es el segundo país

de Latinoamérica con el sueldo mínimo más elevado en dólares de la región (USD \$430 aprox.) esto hace que la brecha entre el salario mínimo y los CEO sea menor, en contraste con otros países de la región.

## **2.4 *Discusión***

En el presente capítulo se ha enfocado en responder la primera pregunta de investigación: ¿Cuáles son las características del sistema de compensaciones ejecutivas en el mercado emergente de Chile?

En los mercados emergentes con grandes accionistas, es difícil tener acceso a la información de las compensaciones de los ejecutivos (Fan et al., 2011), por tal motivo, se desarrolló, utilizó una nueva base de datos y se entregó evidencia sobre la estructura de compensaciones del mercado emergente de Chile.

Entre los hallazgos más relevantes se encontró que, durante el período de crisis económica sub prime, las compensaciones de la plana ejecutiva no bajaron. Por esto, nos preguntamos si las razones podrían estar relacionadas con una retención del talento ejecutivo, o por débiles gobiernos corporativos. El aumento porcentual de las remuneraciones de la plana ejecutiva a través del tiempo, son mayores que el aumento de los salarios reales del país, privilegiando a los estamentos más altos de las organizaciones, lo que tendría como consecuencia una mayor brecha salarial entre los diferentes estamentos sociales en el país. Existe normativa en el mercado financiero que regula la información que entregan las sociedades en Chile, sin embargo, sobre las compensaciones de ejecutivos los montos declarados solo son los totales y no se pueden identificar los montos de los cargos por separado.

La base de datos confeccionada entrega la posibilidad de poder indagar en mayor profundidad sobre los sistemas de compensaciones ejecutivas en el mercado emergente de Chile, por lo cual, en los capítulos nº3 y 4, mediante diferentes enfoques teóricos: teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976), teoría del poder gerencial

(Finkelstein, 1992) y la teoría del pago por rendimiento relativo (Gibbons y Murphy 1990) se buscará responder a las preguntas de investigación (nº 2 y 3) relacionadas con las compensaciones ejecutivas.

## **2.5 Conclusiones**

Se ha entregado una caracterización del sistema de compensaciones de ejecutivos, mediante un detallado análisis descriptivo de las compensaciones de la plana ejecutiva, del directorio y su comité. El análisis realizado se enfoca principalmente en la plana ejecutiva de las compañías. En el mercado emergente de Chile, donde el acceso a la información de las compensaciones es muy escaso y de difícil acceso.

En primer lugar, el mercado chileno de compensaciones ejecutivas se caracteriza por tener una normativa bastante general en el ámbito de las compensaciones declaradas. Los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva son declarados solo de forma agregada, por lo cual, no se tiene información detallada del CEO, CFO u otro ejecutivo principal. La normativa sólo especifica que se deben declarar el monto de las compensaciones totales. Además, los montos declarados se encuentran en distintos tipos de monedas: UF, dólares o CLP y en distintas denominaciones, tales como: millones, miles o montos completos (la legislación no especifica nada al respecto en estos ámbitos). Lo anterior, puede ser una barrera de transparencia de la información publicada por las compañías. Visualizando la oportunidad de contribuir a un mejoramiento de la información declarada de las compensaciones, mediante ajustes normativos, recomendando entregar información desagregada de las compensaciones de los gerentes generales, así como estandarizar en la unidad de moneda en que se presenta esta información.

En segundo lugar, el mercado chileno se caracteriza, por entregar un desglose muy leve de la estructura de remuneraciones. Esto se puede observar, ya que, sólo un 28% de las empresas declara el detalle de sus compensaciones (fijo y variable por

separado), por lo cual esas compañías declaran haber entregado compensaciones en base al cumplimiento de objetivos organizacionales, mientras que el restante sólo declara sus totales. Un escaso 3,4% de las compañías ha declarado el monto entregado en forma de acciones a la plana ejecutiva como un sistema de compensación.

En tercer lugar, al examinar las compensaciones de la plana ejecutiva, se encontró que durante el período de crisis económica año 2008-2009, el monto de las compensaciones aumentó mientras que los indicadores macroeconómicos se deterioraban (disminución crecimiento económico, aumento de tasa de desempleo). Al existir un aumento de la tasa de desempleo, las compensaciones de la plana ejecutiva no bajan en período de crisis económica. Es por lo anterior, que nos preguntamos si las razones podrían estar relacionadas con una retención del talento ejecutivo, o quizás por débiles gobiernos corporativos.

Luego, al analizar la inclusión de la mujer en los distintos estamentos organizacionales, se ha encontrado evidencia de una incorporación gradual de las mujeres como integrante en el directorio y en su comité. Así mismo, desde el año 2012 ha ido en aumento el número de directores independientes en los directorios, quienes velarían por los intereses de los inversionistas minoritarios.

Por otro lado, las remuneraciones de la plana ejecutiva en comparación con el ingreso mínimo del país, implica una importante diferencial salarial, privilegiando a los estamentos más altos de las organizaciones, cualquier ajuste porcentual que se realice tendría como consecuencia una mayor brecha salarial entre los diferentes estamentos sociales en el país. Además, es importante destacar que Chile se encontraría en el cuarto lugar en el monto de compensaciones pagadas a los CEO de la región, siendo este un fenómeno transversal a los países. Por último, indagamos acerca de la posible relación entre las tendencias de las compensaciones de la plana ejecutiva y el índice bursátil IPSA. A lo anterior, se sugiere que quizás las compensaciones no están relacionadas con indicadores de rendimiento bursátil, más bien, existirían otros factores que explicarían la tendencia de las compensaciones de la plana ejecutiva.

En el Capítulo nº3 de la tesis doctoral, se explora la teoría de agencia y la teoría del poder gerencial desde un enfoque empírico. La primera teoría se explica cómo puede emerger un conflicto de intereses entre el principal (propietario) y el agente (administrador), donde, el principal busca maximizar la riqueza de la compañía, mientras que el agente podría buscar la maximización de su propia riqueza, generando de esta forma el conflicto. En esta teoría, factores como la selección adversa (antes del contrato), podría tener un impacto con relación a que el principal no podría contar con toda la información de como actuará el agente o que tan capacitado está éste para administrar la compañía, por otro lado, podría existir un riesgo moral (post contrato) donde, podría ocurrir que, una vez contratado el agente, éste se podría enfocar en la búsqueda de maximizar su riqueza a expensas de los otros grupos de interés. Además, abordaremos la teoría del poder gerencial y su influencia en el nivel de las compensaciones.

### **3. Capítulo 3: Compensación de ejecutivos, una mirada desde la teoría de agencia y teoría del poder gerencial.**

#### ***3.1 Introducción***

En la literatura financiera, el estudio de las compensaciones de los ejecutivos ha sido un tema de mucho interés por los investigadores, debido al constante debate académico, en la cual diversos puntos de vista han tratado de explicar el cambio en los niveles de las compensaciones de los ejecutivos. Por un lado, las investigaciones se han centrado en que los grandes montos de compensaciones que se pagan a los ejecutivos, es el resultado de un mercado competitivo, donde se premia el esfuerzo y talento de los ejecutivos, mediante contratos óptimos. Esta línea de investigación centrada en los mercados competitivos se conoce como la teoría de agencia desarrollada en el trabajo de Jensen y Meckling (1976). Como resultado de investigaciones focalizadas en el pago por desempeño (Wang et al., 2021; Al-Shammari, 2021; Zoghlami, 2021; Li et al., 2016; Ozkan, 2011), se ha encontrado evidencia a favor y en contra en sus resultados, lo que ha tenido como resultado que este tema es a la fecha un puzle sin resolver de forma definitiva.

En un diferente sentido, en el desarrollo de la literatura sobre las compensaciones de los ejecutivos, se ha considerado que la variación de las remuneraciones, se deben a variables particulares de los altos ejecutivos. Esta línea de investigación es llamada teoría del poder gerencial, donde las compensaciones serían determinadas por los propios ejecutivos, debido a su poder e influencia en la compañía, extrayendo riqueza desde la compañía. Esta teoría del poder gerencial fue desarrollada en el trabajo de Finkelstein (1992). Identificando diferentes fuentes del poder (el poder estructural, poder de propiedad, poder de experto y poder de prestigio) que influyen en los niveles de compensaciones que se pagan a los ejecutivos (Joura et al., 2022; Zhu, 2021; Göx y Hemmer, 2020; Finkelstein, 1992).

Muchos de los estudios que se han desarrollado, se han centrado principalmente en países con economías desarrolladas, donde tanto, el acceso a la información, así como su disponibilidad motiva el desarrollo de la investigación. En cambio, en las economías emergentes el desarrollo de la evidencia bastante restringida, debido al escaso acceso a esta información (Fan et al., 2011).

En el presente estudio, nos centramos en la investigación de las compensaciones de la plana ejecutiva y sus determinantes, desde dos diferentes teorías (agencia y poder), las cuales tienen un impacto en los niveles de pago de las compensaciones de los principales ejecutivos de las compañías.

En primer lugar, buscamos evidencia del cambio en el nivel de compensaciones desde la perspectiva de la teoría de agencia. En la cual, la existencia de un contrato entre el principal y agente debería tener como resultado un alineamiento de sus intereses. En esta teoría las compensaciones estarían ligados al rendimiento de las compañías. En este aspecto, nos centramos en el rendimiento de la compañía, medido en términos financieros como de mercado.

Segundo, nos centraremos en el estudio de la teoría del poder gerencial y su impacto en el nivel de compensaciones de los altos ejecutivos de las compañías en el mercado emergente de Chile. En esta teoría, nos focalizamos en estudiar las siguientes dimensiones: poder de prestigio, poder de propiedad y poder de experto. Considerando la existencia del fenómeno de una alta concentración de propiedad familiar en las compañías, y esto podría tener un impacto en las fuentes del poder, siendo este fenómeno traspasado al nivel de pago ejecutivo.

De esta manera, abordamos los determinantes de la remuneración de los ejecutivos, desde la perspectiva del poder gerencial y la teoría de agencia. Considerando que existe una tensión entre ambas teorías, las cuales apuntan hacia diferentes orígenes del pago ejecutivo.

Nuestra investigación se diferencia de la literatura existente en compensación de ejecutivos, en tres diferentes aspectos: primero, la investigación se realizará en una economía emergente donde existe escasa evidencia en compensaciones por su limitado acceso a bases de datos con la información, por lo cual se desarrolló una base de datos. En segundo lugar, en la literatura la teoría del poder gerencial ha recibido mucho menos atención por los investigadores. A la fecha no se tiene evidencia del poder gerencial desde la economía emergente de Chile, donde la existe una alta concentración de propiedad en las compañías. En tercer lugar, se investiga sobre la tensión existente entre ambas teorías (debido, a que agencia de centra en pago por habilidad, y la teoría por poder, se centra en el pago por característica personales y no por rendimiento), buscando evidencia sobre el impacto de la concentración de propiedad en las organizaciones sobre las teorías investigadas.

El resto del Capítulo se ha organizado de la siguiente manera. La sección 2 se entrega una revisión general de la literatura. En la sección 3 se desarrollan la hipótesis. En la sección 4 se desarrolla la metodología de la investigación. En la sección 5 se presenta la muestra. En la sección 6 se definen las variables utilizadas. En la sección 7 se presentan los resultados, en la sección 8 se desarrolla la discusión, y finalmente en la sección 9 se entregan las conclusiones del estudio.

### ***3.2 Revisión de la literatura***

La elección de diferentes determinantes de la compensación ejecutiva. (Hameed et al., 2022; Ramgath y Bussin, 2022; Chen y Hassan, 2022; Rath y Deo, 2021), ha sido investigada principalmente desde dos enfoques: teoría de agencia y teoría del poder gerencial. La primera teoría desarrollada para explicar este fenómeno fue desarrollada por los autores Jensen y Meckling (1976). Quienes en su trabajo sugieren que las compensaciones ejecutivas pueden ser usadas para mitigar el problema de agencia, por lo tanto, las compensaciones serian un mecanismo para alinear los intereses de los gerentes con los accionistas de la compañía. Lo anterior, tiene como resultado que los

contratos de incentivos se centrarían en el objetivo final, que es maximizar el valor para los accionistas. Una de las medidas generales que se consideran para la cuantificación del monto de las compensaciones de los ejecutivos son su vinculación a medidas de desempeño de la compañía. En este aspecto, el uso de opciones sobre acciones es una manera de alinear tanto incentivos a corto como a largo plazo. Los autores Jensen y Murphy (1990b) son los primeros en integrar estos efectos en grandes empresas estadounidenses. Como resultados sugieren que el aumento en la riqueza del CEO es de solo \$ 3.25 por cada aumento de \$ 1000 en el valor de la empresa, por lo tanto, sugieren que las empresas estadounidenses pagan a sus CEO como burócratas. Por otro lado, los autores Hall y Liebman (1998), sugieren cambiar la forma de medida de la riqueza en dólares, por una medida en el cambio porcentual en el valor de la empresa, siendo esta la forma más adecuada para medir los incentivos del CEO. En la forma de como medir la relación entre riqueza y rendimiento, variados autores (Jensen y Murphy 1990b; Joskow y Rose 1994; Garen 1994; Hall y Liebman 1998) han entregado variada evidencia, logrando desarrollar una discusión académica al respecto.

Los contratos de incentivos óptimos pueden depender de variables que podrían no ser observables como la aversión al riesgo del CEO, el costo de su esfuerzo y la dotación de riqueza previa. Los CEOs con más riqueza, podrían tener una menor aversión al riesgo, tendrán un valor marginal de la riqueza menor. Con mayor riqueza el paquete de compensaciones debiese ser más fuerte, por el otro lado, un CEO con menos riqueza podría recibir incentivos más débiles, implicando esto salarios más bajos (Becker, 2006). Considerando la competencia empresarial, las compensaciones son un método para atraer y retener talento ejecutivo (Gopalan et al., 2021; Scheneider, 2021; Marimuthu y Kwenda, 2019).

Considerando el factor del ciclo de vida laboral, se ha descubierto que aquellos CEO que se encuentren en una edad cercana a la jubilación, tienen una tendencia a recibir mayores incentivos (Gibbons y Murphy, 1992). Por otro lado, los autores Bryan et al. (2000) no encontraron evidencia que en los ejecutivos cercanos a la jubilación reciban más opciones sobre acciones. En empresas con mayores oportunidades de

crecimiento, las compensaciones deberían tender hacia mayores incentivos de capital (Smith y Watts, 1992).

En la literatura existente, se ha investigado de forma exhaustiva la relación entre las compensaciones de los ejecutivos y el rendimiento de las firmas. Al respecto, diversos autores (Li et al., 2016; Ozkan, 2011; Jensen y Murphy, 1990), han encontrado una relación positiva entre las compensaciones y el rendimiento corporativo. Por el contrario, los autores Brunello et al. (2001); Randoy y Nielsen (2002), Shaw y Zhang (2010), encontraron evidencia que el rendimiento de las firmas no está significativamente asociado a las compensaciones del CEO. Lo anterior, ha hecho que las compensaciones de los CEO un asunto polémico, y manteniendo un puzle sin resolver.

Gran parte de la literatura en teoría de agencia está enfocada en Estados Unidos. La importancia de desarrollar evidencia desde otros mercados con condiciones de mercado diferentes, ha sido una línea menos desarrollada, en esta línea los autores Kato y Kubo (2006) examinan el vínculo entre la compensación del CEO y el desempeño corporativo en Japón, encontrando evidencia que la compensación en efectivo del CEO es sensible al desempeño de la empresa, principalmente para las medidas contables. Por otro lado, las medidas de desempeño basadas en el mercado de valores, parecen ser un factor menos importante en la compensación del CEO.

De manera similar a los estudios de Japón, Corea y China. Se ha encontrado una relación positiva entre el salario y desempeño. Además, en el mercado emergente de Filipinas esta relación salario-desempeño no parece ser válida para aquellas empresas que están afiliadas a un grupo empresarial familiar (Unite et al., 2008).

En mercados emergentes latinoamericanos los autores Gallego y Larraín (2012) estudiaron la compensación del CEO y su relación entre los accionistas mayoritarios y los administradores de las compañías. Entre sus hallazgos, se destaca que la propiedad familiar empresarial se traduce en una mayor remuneración para el CEO.

Desde el segundo enfoque teórico: el poder gerencial. La teoría del poder gerencial ha sido la menos desarrollada en la literatura (Hlaing y Stapleton, 2022; Chiu et al., 2016; Grabke-Rundell y Gómez-Mejía, 2002). Bajo este enfoque, las investigaciones se han desarrollado, considerando principalmente las distintas dimensiones del poder de los CEO. El poder del CEO tiene un impacto en las compensaciones de los ejecutivos principales (Akram, 2018; Zhu et al., 2021; Bouma, 2021; Ntim et al., 2019). Se ha descrito al poder como el eslabón perdido, que podría ayudar a explicar la relación entre las compensaciones de los ejecutivos y el desempeño de las empresas (Steers y Ungson, 1987).

Se han propuesto e identificado diferentes dimensiones del poder en los altos ejecutivos: poder estructural, poder de experto, poder de propiedad y poder de prestigio (Finkelstein, 1992). Estas dimensiones explicarían de forma efectiva el nivel de compensaciones de los altos ejecutivos. Se propone que, los CEOs más poderosos, podrían ejercer presión con el fin de obtener mayores pagos (Pathan et al., 2022; Bouteska y Mefteh-Wali, 2021; Wang et al., 2021; Song y Wan, 2019).

Se ha estudiado el impacto del poder gerencial en el nivel de pago de compensaciones a los ejecutivos en China. La evidencia encontrada sugiere que las dimensiones del poder estructural y poder de prestigio están relacionada de manera significativa y positiva con el nivel de compensaciones ejecutiva, por otro lado, el poder político, estaría débilmente relacionado con la remuneración (Chen et al., 2011).

El rol del poder de gerencial y la extracción de renta en la compensación de los ejecutivos ha sido un tema de interés. Al examinar el trabajo empírico sobre compensación ejecutiva, se ha encontrado que el poder de la gerencia y el deseo de camuflar las rentas pueden explicar características importantes de la compensación ejecutiva, incluidas aquellas que durante mucho tiempo han sido consideradas como desconcertantes, por lo cual recomiendan que los investigadores deben tener en cuenta la autoridad ejecutiva (Bebchuk et al., 2002).

El estudio del poder como un determinante de las compensaciones de los ejecutivos, señala que por más de 70 años los investigadores se han centrado en la

relación del pago por rendimiento, donde han sido encontradas poca evidencia significativa. Por otro lado, en muy pocas ocasiones se ha puesto en práctica la búsqueda de evidencia empírica relacionada con el poder y sus efectos sobre el nivel de la compensación ejecutiva (Grabke-Rundell y Gomez-Mejia, 2002). Además, al extender la definición del poder dentro de la teoría de agencia, se podría obtener de esta forma un mayor conocimiento sobre la compensación de ejecutivos y su relación con el desempeño y estrategia de las compañías.

### **3.3 *Desarrollo de hipótesis***

#### *3.3.1 Teoría de agencia.*

Jensen y Meckling (1976) desarrollaron esta teoría, la cual describe la relación contractual entre los propietarios de la empresa y los altos directivos que la administran. Cuando el contrato de agencia es ejecutado por los accionistas, los ejecutivos ejercen un esfuerzo para maximizar el rendimiento de la empresa y proporcionar a los accionistas un flujo estable de dividendos. Las remuneraciones son el mecanismo con el cual se pueden alinear, tanto los intereses de los accionistas como los de los administradores de las compañías. Siendo este incentivo una motivación para lograr un desempeño superior del ejecutivo (incentivando un mayor esfuerzo), lo que finalmente se traduce en un mejor rendimiento de la compañía en términos financieros o de mercado.

Jensen y Murphy (1990b) definen la *pay performance sensitivity* como el cambio en la riqueza del director ejecutivo (CEO) asociado con un cambio de un dólar en la riqueza de los accionistas. Este enfoque supone implícitamente que la sensibilidad es independiente del valor de mercado de la empresa. Donde las variables de desempeño de las compañías explicarían el nivel de las compensaciones ejecutiva.

Core et al. (1999), encontraron que, en las firmas con mayores problemas de agencia, los ejecutivos reciben mayores compensaciones. Además, encontraron

evidencia que las firmas con mayores problemas de agencia tienen un peor rendimiento.

El pago de un ejecutivo debe basarse en los indicadores más informativos sobre si el ejecutivo ha tomado medidas que maximicen el valor para los accionistas (Holmstrom 1979, 1982). En realidad, debido a que es poco probable que los accionistas sepan qué acciones maximizan el valor, los contratos de incentivos a menudo se basan directamente en el objetivo final de los directores, es decir, el valor para los accionistas.

Considerando la teoría de agencia, estudiaremos el impacto que tiene el rendimiento de la empresa (en términos financieros y de mercado) en las compensaciones de los principales ejecutivos.

Una de las características novedosas del presente estudio, es que se utiliza un novedoso set de datos desde un mercado emergente, los cuales son mercados con difícil acceso a este tipo de información (compensaciones de altos ejecutivos) y, además, estos mercados cuentan con una alta concentración de propiedad. Aportando a la literatura evidencia desde el enfoque de la teoría de agencia, la cual ha entregado evidencia no concluyente al respecto.

Con esta finalidad, se probarán la siguiente hipótesis:

***H1:** El rendimiento de la compañía está asociada positivamente al nivel de compensación de la plana ejecutiva.*

Se espera que mientras mayor sea el nivel de esfuerzo por parte del CEO, esto se vería reflejado en un mejor rendimiento de la compañía medido en términos financieros y en valor de mercado. Este esfuerzo sería recompensado con un mayor nivel de compensación.

### 3.3.2 *Teoría del poder gerencial*

Finkelstein (1992) identifica cuatro dimensiones del poder de los altos ejecutivos, estos son: el poder estructural, poder de propiedad, poder de experto y poder de prestigio. El poder estructural, se basa en la estructura organizacional formal y la autoridad jerárquica (Brass, 1984; Hambrick, 1981; Tushman y Romanelli, 1983). Por lo cual, el CEO podría tener un alto poder estructural sobre otros miembros de coaliciones dominantes, debido a su posición organizativa formal. Esta autoridad les permitiría a los altos directivos de alguna forma gestionar la incertidumbre, controlando el comportamiento de sus subordinados. El poder de propiedad este nace debido a que en los altos ejecutivos actúan como agente en nombre de los accionistas, donde los gerentes caen en este continuo depende de su posición de propiedad, así como de sus vínculos con el fundador de una empresa. En el poder de experto, es la capacidad de los altos directivos para enfrentar las contingencias del entorno y contribuir al éxito de la organización es una fuente importante de poder (Crozier, 1964; Hambrick, 1981; Hickson et al., 1971; Tushman y Romanelli, 1983; Mintzberg, 1983). El poder de prestigio se centra en que la reputación es una fuente de poder, ya sea, en el entorno institucional y entre las partes interesadas, lo cual influye en las percepciones de otros sobre su influencia (Dalton, Barnes y Zaleznik, 1968). La legitimidad de una empresa depende en parte del prestigio de sus gerentes (D'Aveni, 1990); En la medida en que la legitimidad mejora en una organización, esto reduce la incertidumbre del entorno institucional (Selznick, 1957).

Considerando el enfoque de la teoría del poder gerencial, nos enfocamos en investigar mediante un enfoque empírico, si el CEO tiene la capacidad de influir mediante su poder en el nivel de pago de las compensaciones de la plana ejecutiva. Las dimensiones del poder que nos centraremos son: poder de prestigio, poder estructural y poder de experto.

Las características novedosas del presente estudio, es que las variables del poder gerencial (poder de prestigio, poder de propiedad y poder de experto) no han sido probadas con anterioridad en Chile, además, se utiliza un novedoso set de datos. De

esta manera aportaremos a la literatura entregando evidencia desde el enfoque del poder gerencial en una economía emergente.

Esto nos lleva a plantear las siguientes hipótesis:

***H2a:** El poder del CEO está asociado positivamente al nivel de compensaciones del CEO en las compañías. (poder de prestigio).*

El poder de prestigio se centra en que la reputación es una fuente de poder de los altos ejecutivos. Por lo cual, a mayor su prestigio, esto mejora el nivel de percepción del entorno, reduciendo la incertidumbre.

***H2b:** El poder del CEO está asociado positivamente al nivel de compensaciones del CEO en las compañías. (poder de propiedad).*

El poder de propiedad sugiere que las participaciones son indicadores relevantes de poder. Ya sea, por vínculos familiares de un gerente con otros directivos mejoran el poder de propiedad, evitando las fuentes de control de la junta o por tener participación en acciones. A mayor participación de propiedad, mayor es el poder de los altos ejecutivos.

***H2c:** El poder del CEO está asociado positivamente al nivel de compensaciones del CEO en las compañías. (poder de experto)*

El poder de experto es la capacidad de los altos directivos para enfrentar las contingencias del entorno y contribuir al éxito de la organización. Por lo cual, a un mayor nivel de experto del directivo, mayor debería ser su capacidad para hacer frente a las contingencias.

### 3.4 Metodología de la investigación

#### 3.4.1 Modelo de la teoría de agencia

Para dar respuesta a la pregunta de investigación, acerca si a los ejecutivos se les compensa por su habilidad de gestión (rendimiento corporativo), se consideró el siguiente modelo de estimación. El modelo desarrollado para probar la hipótesis H1, está basado en el trabajo de Ozkan (2011) y es el siguiente:

$$\begin{aligned} \text{LogWEj}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PERFIN}_{it} + \beta_2 \text{PERMARK}_{it} + \beta_3 \text{INDBOARD}_{it} + \\ \beta_4 \text{AFP}_{it} + \beta_5 \text{OWNER}_{it} + \text{controles} + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

Donde:

- *LogWEj* es el total de compensaciones en logaritmo de la plana ejecutiva, de la empresa *i* en el año *t*.
- *PERFIN* corresponde al índice de rentabilidad ROA de la empresa *i* en el año *t*
- *PERMARK* corresponde al índice de los retornos accionarios de la empresa *i* en el año *t*.
- *INDBOARD* corresponde al porcentaje de directores independientes del directorio de la empresa *i* en el año *t*.
- *AFP* corresponde al porcentaje de participación de los fondos de pensiones entre los diez mayores inversionistas de la empresa *i* en el año *t*.
- *OWNER* es el porcentaje de acciones perteneciente al inversionista mayoritario de la empresa *i* en el año *t*.
- *Control* son variables de control.
- $\varepsilon$  es el término de error.

### 3.4.2 Modelo del poder gerencial

El modelo propuesto para desarrollar nuestra investigación empírica enfocada en la teoría del poder gerencial está basado en el desarrollado Chen et al. (2011) El modelo de la ecuación (2) será utilizado para dar respuesta a nuestras hipótesis H2a, H2b y H2c.

$$\begin{aligned} \text{LogWCEO}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{FAM}_{it} + \beta_2 \text{CARPREV}_{it} + \beta_3 \text{EDU}_{it} + \beta_4 \text{PERFIN}_{it} + \\ \beta_5 \text{PERMARK}_{it} + \text{controles} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Donde,

- *LogWCEO* es el total de compensaciones en logaritmo del CEO de la empresa *i* en el año *t*.
- *FAM* es una variable para evaluar el poder de un gerente, debido a relación personal (familiar) con otros gerentes o fundador de la empresa.
- *CARPEV* corresponde al número de cargos que ha tenido el CEO previos en el interior de la empresa.
- *EDU* es el nivel educacional del CEO de la empresa *i* en el año *t*
- *PERFIN* corresponde al índice de rentabilidad ROA de la empresa *i* en el año *t*
- *PERMARK* corresponde al índice de los retornos accionarios de la empresa *i* en el año *t*.
- *Controles* son variables de control
- $\varepsilon$  es el término de error.

La estimación de los modelos será mediante la técnica de datos de panel, debido a que será un análisis de corte transversal. Entre las ventajas de este tipo de modelos se destaca el poder tomar en cuenta de manera explícita la heterogeneidad no observable; permite estudiar dinámicas de ajuste, relaciones inter temporales; reducen sesgo de agregación, al recoger información de micro unidades (individuos, firmas), aumentando la precisión de las estimaciones. Los problemas que se pueden presentar

son los relacionados a toda muestra: cobertura, datos faltantes, espaciamiento, sesgos temporales, errores de medida, autoselección (Baltagi, 1995; Wooldridge, 2002).

### 3.5 *Muestra*

El método de recolección de la información fue mediante una revisión exhaustiva de forma manual de cada una de las memorias de las compañías, extrayendo detalladamente el set de datos, de caso contrario es imposible poder contar con ella. Se revisaron de forma manual un total de 476 memorias de 34 empresas no financieras del mercado chileno, las cuales se encontraban indexadas en el índice IPSA. El índice bursátil IPSA la componen las 40 empresas más líquidas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago (a partir del año 2019 su composición sufrió cambios). El período de tiempo de la muestra abarca desde el año 2005 al 2018. La información financiera restante de las compañías fue extraída desde la base de datos Thomson Reuters Eikon. En la Tabla n°6 se muestran los resultados de la estadística descriptiva de la muestra.

En la muestra se puede observar que las compensaciones promedio de la plana ejecutiva es de 4.686 millones de pesos, las compensaciones promedio estimadas para los CEO es de 315 millones, la antigüedad de los CEO es de 6,7 años de permanencia. La rentabilidad sobre activos de las compañías es un 5%, así como los retornos es de un 15%. El tamaño de las empresas, medidos mediante el total de ingresos (*revenues*) es de 789 mil millones de pesos y el promedio de activos es de 1.297 mil millones de pesos, cabe señalar que la muestra abarca a las compañías que están indizadas en el índice bursátil IPSA de Chile, donde se encuentran las de mayor presencia bursátil del país.

**Tabla n° 6** Estadística descriptiva de la muestra

Variable	Obs.	Promedio	Desv. Est.	Min.	Max.
Compensaciones P. Ejecutiva (MM\$)	439	4.686	6.760	33,9	57.726
Compensaciones CEO (MM\$)	414	315	232	33,9	721
Educación CEO	445	1,42	0,52	1	3
Cargos previos	354	0,50	0,50	0	1
Parentesco	452	0,43	0,68	0	2
ROA	451	0,05	0,07	-0,93	0,48
Retornos	449	0,15	0,46	-0,91	4,22
Antigüedad CEO (años)	425	6,67	6,41	0,00	30,11
Revenues (MM\$)	451	789.392	1.761.298	1,60	11.000.000
Activos	456	1.297.036	2.488.441	307,59	15.900.000
Deuda/Patrimonio	442	0,78	0,54	0,05	6,91
Q Tobin	449	1,94	1,32	-2,00	9,18
Número de ejecutivos en la empresa	437	33,4	32,4	1	76
Antigüedad empresa (años)	458	43	32	1	146
Directores independientes (%)	450	5,03	10,40	0,00	66,67
Fondos de pensiones (%)	444	14,85	11,00	0,00	64,63
Concentración de propiedad (%)	444	43,45	22,05	0,30	98,79

Fuente: elaboración propia.

En las variables de gobierno corporativo utilizadas, tenemos que en promedio las compañías tienen un 5% de directores independientes en los directorios, fondos de pensiones con un 14,85% del total de las acciones y el accionista mayoritario en mantiene un 43,45% del total de las acciones de las empresas, esto último nos da señales de una alta concentración de propiedad en el mercado chileno. La antigüedad de la empresa en promedio es de 43 años desde su fundación, lo que sugiere que son empresas solidas con trayectoria en el país y su número de ejecutivos promedio es de 33 personas.

Siguiendo con el análisis de la muestra, se realizó la Tabla de correlación de pares entre las variables, cuyos resultados se muestran a continuación (Tabla n°7).

**Tabla n° 7** Coeficientes de correlación por pares.

VARIABLES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
1 Compensaciones Plana Ejecutiva	1																		
2 Compensaciones CEO	0,2670*	1																	
3 Educación CEO	-0,0887	0,1417*	1																
4 Cargos previos	0,2324*	-0,1849*	-0,1002	1															
5 Parentesco	0,1794*	-0,3429*		0,2830*	1														
6 ROA		-0,1292*			-0,0875	1													
7 Retornos	-0,0854					0,1742*	1												
8 Antigüedad CEO	0,3157*	-0,1061*	-0,3061*	0,1087*	0,2324*			1											
9 Antigüedad CEO^2	0,3472*	-0,0997*	-0,2995*	0,1422*	0,2037*			0,9470*	1										
10 Revenues	0,2722*				0,0825					1									
11 Activos	0,2746*	0,1008*				0,0825				0,9651*	1								
12 Deuda/Patrimonio	0,1837*	0,1012*	-0,1171*	0,1172*	0,1713*	-0,1891*	-0,1065*	0,1234*	0,1072*	0,0914	0,1105*	1							
13 Q Tobin	0,2856*	-0,1448*	-0,1070*	0,1484*		0,3896*	0,2935*	0,2412*	0,2014*	0,1900*	0,1621*		1						
14 Antigüedad empresa	0,2018*		-0,0834	0,1396*				0,2516*	0,2682*			-0,1810*	0,1069*	1					
15 Directores independientes		0,2083*	0,2111*		-0,1137*	-0,0970*	-0,1109*						-0,1161*	-0,1198*	1				
16 Fondos de pensiones		0,2384*		-0,0898	-0,1459*	-0,1434*				0,1709*	0,1807*	0,1292*	-0,1347*	-0,2018*	0,2178*	1			
17 Concentración de propiedad	-0,1977*	0,1272*	0,2019*	-0,4038*	-0,2979*			-0,1395*	-0,1726*	-0,1223*	-0,1063*	-0,1028*	-0,1955*				-0,086	1	
18 N° de ejecutivos	0,5813*	-0,3914*	-0,1597*	0,2870*	0,4526*			0,2516*	0,2543*	0,2445*	0,2341*		0,1340*		-0,0959*	-0,083	-0,0989*	1	

Los coeficientes de correlación se muestran en el nivel de significancia del 0,1. Los coeficientes se muestran con un \* a un nivel de significancia de un 0,05.  
Fuente: elaboración propia.

Las tres variables de poder (poder de prestigio, experto y propiedad) se encuentran correlacionadas entre sí. Lo que sugiere la existencia de un efecto significativo entre estas tres dimensiones. Las variables de antigüedad del CEO y características de las compañías tienen el más alto nivel de correlación. Lo que sugiere que a mayor nivel del tamaño de la compañía mayor sería el nivel de compensaciones, por otro lado, tenemos que a una mayor concentración de propiedad menor sería el nivel de compensaciones. Los signos de las correlaciones son coherentes con nuestras hipótesis de investigación, a excepción de la educación del CEO y sus compensaciones.

### 3.6 Descripción de variables

#### 3.6.1 Variables dependientes

Se consideraron dos variable dependientes: primero el total de las remuneraciones en efectivo de forma conjunta de toda la plana ejecutiva de las compañías chilenas, debido a que en su reporte no se exige el desglose. Esta variable ha sido utilizada previamente, considerando los montos totales pagados en efectivo de forma agregada en estudios de compensaciones ejecutivas (Chen et al., 2011). La segunda variable utilizada, son las compensaciones del CEO. Para el mercado chileno no existe información directa para obtener estos datos, por lo tanto, se utilizó una estimación. Para esto, se consideraron estudios de compensaciones realizados durante los años 2021-2022 por las consultora Robert Half y Michael Page para el mercado chileno. En estos estudios, se calcula que las compensaciones de los gerentes de línea corresponden aproximadamente a un 34% de las compensaciones del CEO.

Por lo tanto, para la construcción de la variable compensaciones del CEO, se consideraron las compensaciones totales de los ejecutivos de la empresa, las cuales se dividen entre el número de los ejecutivos de la compañía (compensación promedio por ejecutivo) que correspondería a un 34% de las compensaciones totales del CEO.

Por lo tanto, el cálculo final de las compensaciones del CEO se realizó siguiendo la regla de tres:

$$\frac{A \rightarrow B}{X \rightarrow Y} \rightarrow Y = \frac{B * X}{A}$$

De esta forma, se obtuvo el monto estimado de las compensaciones del CEO para las compañías.

Tenemos presente que la estimación cuenta con un grado de sesgo, sin embargo, considerando los datos disponibles (restricción) creemos que la estimación mejora la unidad de análisis (variable dependiente) para evaluar la teoría del poder gerencial.

### 3.6.2 Variables independientes

#### *Variables de rendimiento corporativo*

Se utilizó el índice anual de rentabilidad sobre los activos (ROA) para evaluar el rendimiento financiero. Por otra parte, para medir el rendimiento de mercado se utilizó la variación anual de los retornos. Estas variables han sido utilizadas en la literatura previamente (e.g. Core et al., 1999; Lam et al., 2013; Sheikh et al., 2017).

#### *Variables del poder gerencial*

Se utilizaron tres variables relacionadas con el poder del CEO, basándonos en Finkelstein (1992). La variable del nivel educacional representa el poder de prestigio del CEO. El nivel educacional es una variable con el valor de 1= licenciatura o título, 2=máster y 3=doctorado. Para medir el poder de propiedad se utilizará una variable de vínculos entre gerentes o fundador de la empresa. Este indicador está asociado a: (a) el gerente es el fundador o está relacionado con el fundador de la empresa, y (b) el gerente tiene el mismo apellido que otro oficial ejecutivo. El rango de esta variable esta entre 0 y 2, donde: 0, ni (a) no (b) son verdaderas; 1, ya sea (a) o (b); pero no ambos son ciertos; y 2, ambos (a) y (b) son verdaderos. Por último, al poder de experto, está representado por la variable de experiencia, la cual está compuesta por el número de cargos previos que el CEO tuvo en la misma compañía antes de su puesto.

#### *Variables del directorio*

Las características del directorio (Jhon y Senbet, 1998), afectarían el diseño de las políticas de compensaciones de los altos ejecutivos en las compañías. Los directores independientes quienes representan a los accionistas minoritarios desempeñan un rol de control sobre el desempeño de los altos ejecutivos. En ese contexto, nosotros utilizamos el porcentaje de directores independientes como mecanismo de contención salarial de los ejecutivos, por lo cual las remuneraciones de los altos ejecutivos estarían más vinculadas al rendimiento de la empresa (Conyon y Peck, 1998; Weir y Laing, 2000).

### *Variable de concentración de propiedad y fondos de pensiones*

Para medir la concentración de propiedad, se utilizó como proxy el porcentaje de las acciones del inversionista mayoritario de la compañía (La Porta, et al., 1999). Esta información es relevante, debido a que son los accionistas con más derecho a voto quienes tendrían una influencia directa en la determinación de las remuneraciones de los altos ejecutivos. Por otro lado, los fondos de pensiones (inversionistas institucionales) están asociados en la determinación de los niveles de compensación en los ejecutivos (Janakiraman et al., 2010). Como inversionistas institucionales se consideró la suma del % de los 10 mayores inversionistas de las empresas, que correspondían a fondos de pensión (A.F.P), *investment advisor* y *hedge fund*.

### *Variables de control*

Se controló por características de las empresas, características del CEO, propiedad y año. Para el tamaño de la empresa se utilizó el logaritmo del total de activos de la empresa y total de ingresos (Firth et al., 2006; Mehran, 1995), se controló por razón deuda/patrimonio y finalmente para controlar la edad de la empresa se utilizó el número de años desde que la empresa comenzó sus actividades (Chen et al., 2011). La variable del Q de Tobin se utilizó como proxy de oportunidades de crecimiento en el extranjero (Lang y Stulz, 1994; Yermack, 1996). Como característica del CEO se controló por su antigüedad en la compañía. La variable del número de ejecutivos principales de la compañías, se construyó para controlar el número de personas y los montos de pagos asociados. Finalmente, se utilizó variable *dummy* para controlar por años (Firth et al., 2006).

### **3.7 Resultados**

#### *3.7.1 Resultados de la teoría de agencia*

Desde la perspectiva de la teoría de agencia, en la cual los contratos de compensaciones son un mecanismo para alinear los intereses del principal y agente. Los resultados de nuestra investigación sugieren que las variables de rendimiento corporativo tienen un impacto significativo en el nivel de compensaciones de la plana ejecutiva. En la Tabla nº 8, se muestran los resultados de nuestro modelo empírico utilizado.

Dentro de los hallazgos obtenidos, se destaca que de las variables de rendimiento corporativo, la variable de rendimiento ROA ( $p < 0,05$ ) es significativa con signo positivo (cuando se consideran por separado) y en conjunto la variable ROA sigue con su significancia y signo. Lo que se traduce, en que a un mayor nivel de rendimiento financiero medido por el ROA, mayor sería el nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva. Por lo cual, a un mayor nivel de esfuerzo por parte de la plana ejecutiva, esto se vería premiado con un mayor nivel de pago, este resultado apoya nuestra hipótesis H1.

Por otro lado, la variable de rendimiento de mercado (retornos), no es significativa en nuestro modelo. Lo que nos sugiere que, en el mercado chileno los contratos de compensaciones están relacionados más al rendimiento financiero por sobre el de mercado.

**Tabla n° 8** Regresión remuneraciones de la plana ejecutiva y el rendimiento corporativo

El modelo 1: Remuneración de la plana ejecutiva y rendimiento corporativo, variable dependiente: log de las remuneraciones de la plana ejecutiva. El modelo utiliza una regresión de datos de panel con efectos fijos, la regresión fue calculada con errores estándares agrupados por empresas. En paréntesis se encuentran los errores robustos y efecto fijo año.

Variable dependiente: log Wej	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 1c
ROA	0,298** (0,119)		0,302** (0,120)
Retornos		-0,00809 (0,0110)	-0,0107 (0,0114)
Directores independientes	0,000333 (0,000999)	0,000516 (0,00102)	0,000299 (0,00100)
Fondos de pensiones	-0,00147 (0,00236)	-0,00141 (0,00236)	-0,00146 (0,00235)
Concentración de propiedad	0,00018 (0,000713)	0,000142 (0,000722)	0,000154 (0,000706)
Tamaño	0,187** (0,0904)	0,180* (0,0948)	0,184* (0,0905)
Deuda/Patrimonio	0,0347** (0,0139)	0,0289* (0,0150)	0,0337** (0,0140)
QTobin	0,00791 (0,00902)	0,0109 (0,0102)	0,00941 (0,00955)
Antigüedad empresa	18,32*** (6,349)	15,45** (6,110)	18,28*** (6,372)
N° de ejecutivos en la empresa	0,000836 (0,000555)	0,000871 (0,000553)	0,000851 (0,000550)
Constante	-689,0*** (240,9)	-578,0** (231,1)	-687,6*** (241,8)
Efecto Fijo año	Sí	Sí	Sí
Observaciones	393	393	393
R-cuadrado	0,499	0,492	0,500

Log Wej = logaritmo de las compensaciones de la plana ejecutiva; ROA= razón de rentabilidad sobre activos; Retornos = retornos de la empresa; Directores independientes = es el % de los directores independientes del directorio; Fondos de pensiones = es el % de acciones de Inv. Pensiones de los 10 mayores accionistas; Concentración de propiedad = es el % de acciones del accionista mayoritario; Tamaño = es el log del total activos de la empresa; Deuda/patrimonio = razón deuda patrimonio de la empresa; Q = es la Q de Tobin de la empresa; Antigüedad empresa = años de la empresa desde su fundación; N.º de ejecutivos = número de ejecutivos principales en la compañía.

Denotación de significancia \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Las variables de gobierno corporativo (directores independientes, fondos de pensiones (inv. Institucionales) y concentración de propiedad) no son significativas en nuestro modelo. Por lo cual, no se encontró evidencia de que los gobiernos corporativos tengan influencia sobre el nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva. Este hallazgo se podría interpretar, como la no existencia del problema de agencia tipo I, sino, que podría existir un problema de agencia tipo II, donde el conflicto podría estar entre los diferentes tipos de accionistas (controladores y minoritarios). El problema de agencia tipo II está relacionado con los países donde existe una débil protección hacia el inversionista y mercados donde hay una alta concentración de la propiedad dentro de las compañías, como es el caso del mercado chileno.

Se controló la empresa por su tamaño, razón de endeudamiento, y antigüedad de la empresa. De estas variables, tamaño ( $p < 0,1$ ), endeudamiento ( $p < 0,05$ ), y antigüedad de la empresa ( $p < 0,01$ ) son significativas con signo positivo, estos resultados están alineados con evidencia encontrada anteriormente. Se realizaron las regresiones 1a,b,c para identificar por separado los efectos de las variables de rendimiento. Estos resultados obtenidos corroboran, que, si consideramos las variables en su conjunto, la variable ROA es significativa y explicaría el nivel de las compensaciones, no así los Retornos. Lo que nos sugiere una persistencia en los resultados obtenidos apoyando nuestra hipótesis H1.

**Tabla n° 9** Regresión remuneraciones de la plana ejecutiva y el rendimiento corporativo (con y sin efecto fijo)

El modelo 1 (efecto fijo): Remuneración de la plana ejecutiva y rendimiento corporativo, variable dependiente: log de las remuneraciones de la plana ejecutiva. El modelo utiliza una regresión de datos de panel con efectos fijos, la regresión fue calculada con errores estándares agrupados por empresas. Se realizaron regresiones con y sin efecto fijo año.

Variable dependiente: log Wej	Modelo 1a		Modelo 1b		Modelo 1c	
ROA	0,298** (0,119)	0,335*** (0,103)			0,302** (0,120)	0,334*** (0,105)
Retornos			-0,00809 (0,0110)	-0,013 (0,0139)	-0,0107 (0,0114)	-0,0136 (0,0140)
Directores independientes	0,000333 (0,000999)	-0,00156* (0,000916)	0,000516 (0,00102)	-0,00146 (0,000936)	0,000299 (0,00100)	-0,00163* (0,000932)
Fondos de pensiones	-0,00147 (0,00236)	-0,00191 (0,00224)	-0,00141 (0,00236)	-0,00185 (0,00224)	-0,00146 (0,00235)	-0,0019 (0,00222)
Concentración de propiedad	0,00018 (0,000713)	0,000271 (0,000778)	0,000142 (0,000722)	0,000235 (0,000787)	0,000154 (0,000706)	0,000249 (0,000773)
Tamaño	0,187** (0,0904)	0,299*** (0,0836)	0,180* (0,0948)	0,291*** (0,0897)	0,184* (0,0905)	0,293*** (0,0844)
Deuda/Patrimonio	0,0347** (0,0139)	0,0307** (0,0134)	0,0289* (0,0150)	0,0229 (0,0164)	0,0337** (0,0140)	0,0288** (0,0140)
QTobin	0,00791 (0,00902)	0,00784 (0,00901)	0,0109 (0,0102)	0,0135 (0,0106)	0,00941 (0,00955)	0,0107 (0,0104)
Antigüedad empresa	18,32*** (6,349)	0,0189*** (0,00353)	15,45** (6,110)	0,0181*** (0,00373)	18,28*** (6,372)	0,0191*** (0,00357)
N° de ejecutivos en la empresa	0,000836 (0,000555)	0,00103 (0,000654)	0,000871 (0,000553)	0,00107 (0,000643)	0,000851 (0,000550)	0,00105 (0,000641)
Constante	-689,0*** (240,9)	5,160*** (0,835)	-578,0** (231,1)	5,293*** (0,891)	-687,6*** (241,8)	5,212*** (0,840)
Efecto fijo año	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Observaciones	393	393	393	393	393	393
R-cuadrado	0,49	0,46	0,49	0,45	0,5	0,46

Log Wej = logaritmo de las compensaciones de la plana ejecutiva; ROA= razón de rentabilidad sobre activos; Retornos = retornos de la empresa; Directores independientes = es el % de los directores independientes del directorio; Fondos de pensiones = es el % de acciones de Inv. Pensiones de los 10 mayores accionistas; Concentración de propiedad = es el % de acciones del accionista mayoritario; Tamaño = es el log del total activos de la empresa; Deuda/patrimonio = razón deuda patrimonio de la empresa; Q = es la Q de Tobin de la empresa; Antigüedad empresa = años de la empresa desde su fundación; N° de ejecutivos = número de ejecutivos principales en la compañía. Denotación de significancia \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

En la Tabla n° 9 se muestran las regresiones del modelo n°1 con y sin efecto fijo año. Como resultado relevante podemos observar que la variable de rendimiento ROA, se mantiene significativa (signo positivo), ya sea, en la regresión 1c donde se incorporan las dos variables de rendimiento, así como también cuando se aísla su efecto y su significancia se mantiene ( $p < 0,05$ ) en la estimación 1a, lo cual nos indica una causalidad de la variable de rendimiento ROA la que explicaría la variación de los niveles de las compensaciones de la plana ejecutiva de las compañías en el mercado chileno. Se informa que, dentro de los análisis realizados y adicionalmente a los reportados, se estimó el modelo considerando la variable de rendimiento EBITDA de la compañía, y cuyos resultados son casi idénticos a los presentados (sin embargo, considerando la composición del EBITDA, esta variable puede tener un grado importante de correlación con la variable de rendimiento central de nuestra investigación que el ROA) por este motivo se excluye del modelo.

Debido a los hallazgos encontrados, podemos sugerir que la variable de rendimiento ROA es un determinante que explicaría el nivel de compensaciones de los principales ejecutivos en el mercado emergente chileno. En otras palabras, en el mercado chileno las compensaciones de los principales ejecutivos están vinculados con el desempeño de la compañía, a mejor rendimiento corporativo (ROA) mayor es el nivel de sus compensaciones, por lo cual, las corporaciones buscarían premiar el buen desempeño de la plana ejecutiva.

### *3.7.2 Resultados del poder gerencial*

Los resultados de la investigación en poder gerencial y su impacto en las compensaciones del CEO, sugieren que de las tres dimensiones del poder investigadas, una de ellas tiene un impacto significativo sobre el nivel de las compensaciones. Los resultados del modelo utilizado se muestran en la Tabla n° 10.

Las regresiones 2a,b,c se realizaron con solo una de las dimensiones del poder, con la finalidad de poder aislar el efecto de cada dimensión y de esta forma, evaluar la significancia de cada una de ellas por separado en el modelo.

Los hallazgos encontrados sugieren que el poder de propiedad (parentesco con el fundador o ejecutivos) Modelo 2a es estadísticamente significativa ( $p < 0,05$ ) con signo positivo (cuando se evalúa solo esa dimensión), incluso al considerar las tres dimensiones de poder en su conjunto, esta dimensiones sigue siendo significativa. La propiedad familiar tendría un impacto en las compensaciones. (Foong y Lim, 2022; Chen et al., 2021; Li et al., 2021; Fernández Mendez et al., 2021).

Lo anterior, nos indica que, a mayor vínculo con los fundadores o ejecutivos de la compañía, el nivel de compensaciones es mayor para el CEO, este hallazgo apoya nuestra hipótesis H2b, además, estos resultados está en línea con los hallazgos de Finkelstein (1992).

Por otro lado, la variable del poder de experto (nº de cargos previos en la empresa antes de ser CEO) no es significativa (signo negativo) rechazando nuestra hipótesis H1c, lo que sugiere que mientras más cargos previos tenga una persona en la compañía previo a ser CEO, su nivel de remuneraciones es menor.

Esto se podría deber, ya que, cuando se realiza un proceso de reclutamiento externo para el cargo de CEO, el monto de compensaciones de la plana ejecutiva podría ser mayor, con la finalidad de atraerlo hacia el cambio de compañía (considerando que el mayor monto de remuneración es el del CEO dentro de la plana ejecutiva).

Por último, la variable de poder de prestigio no es significativa (signo positivo), por lo que la educación del CEO no es un determinante que tenga un impacto en el nivel de compensaciones de la CEO, de esta manera se rechaza nuestra hipótesis H2a.

**Tabla n° 10** Regresión remuneraciones CEO y dimensiones del poder gerencial

El modelo 2: Remuneraciones del CEO y dimensiones del poder gerencial, variable dependiente: log de las remuneraciones estimadas del CEO. El modelo utiliza una regresión de datos de panel con efectos fijos, la regresión fue calculada con errores estándares agrupados por empresas. En paréntesis se encuentran los errores robustos.

Variable dependiente: log WCEO	Modelo 2a	Modelo 2b	Modelo 2c	Modelo 2d
Parentesco	0,0682** (0,0327)			0,0562* (0,0325)
Cargos previos		-0,0399 (0,0509)		-0,0496 (0,0703)
Educacion_CEO			0,00562 (0,0371)	-0,0219 (0,0575)
ROA	0,310* (0,158)	0,198* (0,112)	0,243* (0,145)	0,265** (0,119)
Retornos	0,00491 (0,0229)	0,0346 (0,0224)	0,00343 (0,0221)	0,0381* (0,0228)
Deuda/Patrimonio	0,0655*** (0,0230)	0,0641*** (0,0136)	0,0670*** (0,0254)	0,0623*** (0,0130)
Antigüedad empresa	-0,00300*** (0,000600)	-0,00162* (0,000832)	-0,00268*** (0,000594)	-0,00170** (0,000799)
Edad_CEO	-0,0103 (0,0182)	-0,0303 (0,0193)	-0,00771 (0,0192)	-0,0342 (0,0216)
Edad_CEO^2	0,00013 (0,000181)	0,000304 (0,000190)	0,0000808 (0,000187)	0,000365* (0,000206)
Directores Indendientes	0,00228* (0,00131)	0,00121 (0,00116)	0,00189 (0,00141)	0,00146 (0,00112)
Fondos de pensiones	-0,00026 (0,00145)	0,000102 (0,00152)	-0,000463 (0,00151)	-0,0000166 (0,00154)
N° de ejecutivos	-0,00148*** (0,000337)	-0,00141*** (0,000391)	-0,00148*** (0,000338)	-0,00141*** (0,000396)
Constante	8,718*** (0,471)	9,210*** (0,502)	8,692*** (0,532)	9,306*** (0,643)
Efecto fijo año	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	327	259	327	259
R-cuadrado	0,825	0,882	0,821	0,884

Log WCEO = Logaritmo de las compensaciones del CEO; Educación CEO = nivel educacional CEO; Cargos previos = número de cargos previos del CEO en la empresa antes de ser CEO; Parentesco con dueños = nivel de parentesco con los fundadores o ejecutivos; ROA= razón de rentabilidad sobre activos; Retornos = retornos de la empresa; Deuda/patrimonio = razón deuda patrimonio de la empresa; Antigüedad empresa = años de la empresa desde su fundación; Edad CEO = número de años del CEO; Edad CEO^2. = número de años del CEO al cuadrado; Directores independientes = es el % de los directores independientes del directorio; Fondos de pensiones = es el % de acciones de Inv. Pensiones de los 10 mayores accionistas; N° de ejecutivos = número de ejecutivos principales en la compañía. Denotación de significancia \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Se puede observar en la regresión 2d, donde se incluyen todas las variables, que la variable de rendimiento ROA permanece siendo significativa ( $p < 0,05$ ) con signo positivo, lo que implica que a mayor nivel de rendimiento mayor el nivel de compensaciones del CEO. Por otro lado, la variable de los Retornos no es significativa en el modelo.

Considerando las variables de control, se encontró evidencia que la antigüedad del CEO no es significativa en el nivel de compensaciones en la muestra utilizada. Se controló la empresa por su razón de endeudamiento y antigüedad de la empresa. De estas variables, endeudamiento ( $p < 0,01$ ) y antigüedad de la empresa ( $p < 0,01$ ) son significativas con signo positivo, éstos resultados están alineados con evidencia encontrada anteriormente.

En realizó el modelo n° 3 para evaluar la persistencia de los resultados encontrados, se realizan las estimaciones con y sin efecto fijo. A continuación, en la Tabla n° 11 de muestran sus resultados.

**Tabla nº 11** Regresión remuneraciones del CEO y poder gerencial (con y sin efecto fijo)

El modelo 2 (efecto fijo): Remuneración del CEO y poder gerencial, variable dependiente: log de las remuneraciones estimadas del CEO. El modelo utiliza una regresión de datos de panel con efectos fijos, la regresión fue calculada con errores estándares agrupados por empresas. En paréntesis se encuentran los errores robustos.

Variable dependiente: log WCEO	Modelo 2a		Modelo 2b		Modelo 2c		Modelo 2d	
Parentesco	0,0682** (0,0327)	0,0660* (0,0336)					0,0562* (0,0325)	0,0619* (0,0331)
Cargos previos			-0,0399 (0,0509)	-0,0382 (0,0513)			-0,0496 (0,0703)	-0,0427 (0,0711)
Educacion_CEO					0,00562 (0,0371)	0,0174 (0,0380)	-0,0219 (0,0575)	-0,0137 (0,0551)
ROA	0,310* (0,158)	0,323** (0,151)	0,198* (0,112)	0,203* (0,114)	0,243* (0,145)	0,262* (0,141)	0,265** (0,119)	0,272** (0,119)
Retornos	0,00491 (0,0229)	0,00889 (0,0194)	0,0346 (0,0224)	0,0374** (0,0170)	0,00343 (0,0221)	0,00702 (0,0188)	0,0381* (0,0228)	0,0412** (0,0178)
Deuda/Patrimonio	0,0655*** (0,0230)	0,0639*** (0,0220)	0,0641*** (0,0136)	0,0629*** (0,0158)	0,0670*** (0,0254)	0,0654*** (0,0244)	0,0623*** (0,0130)	0,0611*** (0,0148)
Antigüedad empresa	-0,00300*** (0,000600)	0,0203*** (0,00357)	-0,00162* (0,000832)	0,0184*** (0,00376)	-0,00268*** (0,000594)	0,0210*** (0,00339)	-0,00170** (0,000799)	0,0167*** (0,00383)
Edad_CEO	-0,0103 (0,0182)	-0,0081 (0,0186)	-0,0303 (0,0193)	-0,0291 (0,0203)	-0,00771 (0,0192)	-0,00479 (0,0197)	-0,0342 (0,0216)	-0,0321 (0,0229)
Edad_CEO^2	0,00013 (0,000181)	0,00011 (0,000187)	0,000304 (0,000190)	0,000301 (0,000199)	0,0000808 (0,000187)	0,0000574 (0,000194)	0,000365* (0,000206)	0,000358 (0,000219)
Directores Indendientes	0,00228* (0,00131)	0,000563 (0,00122)	0,00121 (0,00116)	0,000284 (0,00105)	0,00189 (0,00141)	0,000229 (0,00130)	0,00146 (0,00112)	0,000584 (0,00102)
Fondos de pensiones	-0,00026 (0,00145)	-0,000653 (0,00146)	0,000102 (0,00152)	-0,000988 (0,00158)	-0,000463 (0,00151)	-0,000886 (0,00149)	-0,0000166 (0,00154)	-0,00114 (0,00159)
Nº de ejecutivos	-0,00148*** (0,000337)	-0,00131*** (0,000329)	-0,00141*** (0,000391)	-0,00134*** (0,000365)	-0,00148*** (0,000338)	-0,00132*** (0,000330)	-0,00141*** (0,000396)	-0,00134*** (0,000369)
Constante	8,718*** (0,471)	8,152*** (0,503)	9,210*** (0,502)	8,786*** (0,550)	8,692*** (0,532)	8,067*** (0,568)	9,306*** (0,643)	8,866*** (0,676)
Efecto fijo año	Sí	No	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Observaciones	327	327	259	259	327	327	259	259
R-cuadrado	0,825	0,815	0,882	0,872	0,821	0,812	0,884	0,875

Log WCEO = logaritmo de las compensaciones del CEO; parentesco con dueños = nivel de parentesco con los fundadores o ejecutivos; cargos previos = número de cargos previos del CEO en la empresa antes de ser CEO; educación CEO = nivel educacional CEO; ROA= razón de rentabilidad sobre activos; Retornos = retornos de la empresa; Deuda/patrimonio = razón deuda patrimonio de la empresa; Antigüedad empresa = años de la empresa desde su fundación; Edad CEO = número de años del CEO; Edad CEO^2. = número de años del CEO al cuadrado; Directores independientes = es el % de los directores independientes del directorio; Fondos de pensiones = es el % de acciones de Inv. Pensiones de los 10 mayores accionistas; Nº de ejecutivos = número de ejecutivos principales en la compañía. Denotación de significancia \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Entre los resultados más relevantes obtenidos en la Tabla nº 11, tenemos que al realizar las estimaciones con y sin efecto fijo año, los resultados que se obtuvieron en las dimensiones de poder de propiedad (parentesco con el fundador o ejecutivos) sigue siendo estadísticamente significativa ( $p < 0,05$ ) con signo positivo. Por otro lado, las variables de poder de experto (nº de cargos previos en la empresa antes de ser CEO) y poder de prestigio no son significativas. Por lo tanto, nuestro principal hallazgo de la dimensión de poder de propiedad permanece constante.

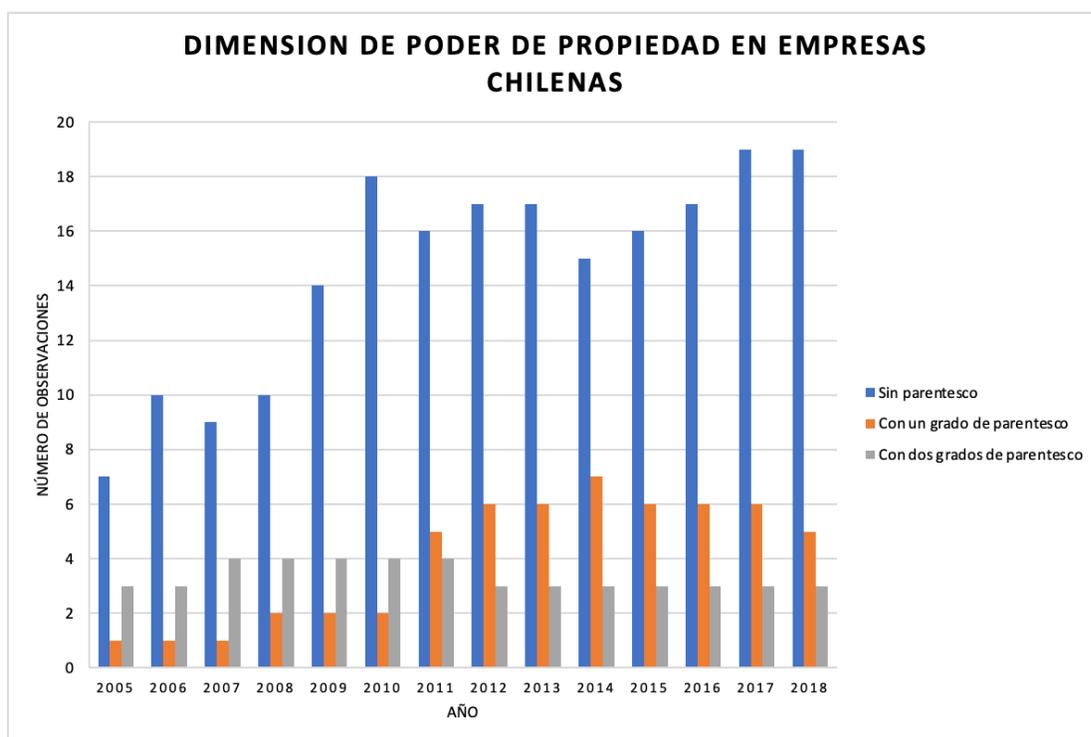
Con la finalidad de comprender de forma más detallada el poder de propiedad, en la Tabla nº12 se puede observar el detalle de la intensidad del poder de propiedad en el mercado chilenos, en la cual se muestra la composición de la variable en sus distintos grados.

**Tabla nº 12** Intensidad de la dimensión del poder de propiedad

Año	INTENSIDAD DEL PODER DE PROPIEDAD			Total de obs.
	Sin parentesco	Con un grado de parentesco	Con dos grados de parentesco	
2005	7	1	3	<b>11</b>
2006	10	1	3	<b>14</b>
2007	10	1	4	<b>15</b>
2008	10	2	4	<b>16</b>
2009	15	3	4	<b>22</b>
2010	18	4	4	<b>26</b>
2011	16	5	4	<b>25</b>
2012	17	6	3	<b>26</b>
2013	19	6	3	<b>28</b>
2014	16	7	3	<b>26</b>
2015	19	7	3	<b>29</b>
2016	19	7	3	<b>29</b>
2017	19	7	3	<b>29</b>
2018	19	9	3	<b>31</b>
<b>Total general</b>	<b>214</b>	<b>66</b>	<b>47</b>	<b>327</b>

Del total de observaciones, un 65% corresponde a gerentes generales de las compañías quienes no tendrían ningún vínculo o parentesco con ejecutivos y/o fundadores de las compañías. Por otro lado, los gerentes generales que tienen algún grado de vínculo equivalen a un 35% del total. Los gerentes con algún grado de vinculación se dividen en dos categorías, los que un grado de parentesco los que representan al 20% y los que tienen dos grados de parentesco con un 15% del total de la muestra.

En la Figura n°15 se puede observar la tendencia que han tenido a través del tiempo la composición de propiedad en las compañías. Donde el gerente general con dos grados de parentesco se mantuvo sin muchas variaciones desde el año 2005 al 2011, posterior a esa fecha su participación en la muestra ha tendido a su disminución. Por otro lado, los gerentes con un grado de parentesco han tendido a un aumento desde ese año 2011. Esta tendencia nos podría entregar evidencia que el poder dentro de las compañías, ha pasado desde los fundadores hacia otros parientes, como una forma de sucesión familiar en las organizaciones.



**Figura n° 15** Composición de la dimensión del poder de propiedad en el mercado chileno

Fuente: elaboración propia.

Este fenómeno se podría explicar, ya que, en el mercado chileno existe un alto grado de concentración de propiedad lo que podría generar que el poder dentro de la compañía se traspase de generación familiar en las empresas. De esta forma las familias fundadoras pueden mantener el control dentro de la propiedad.

### **3.8 *Discusión***

En el Capítulo se ha investigado acerca de los determinantes que explican los altos niveles de compensaciones ejecutivas. En este contexto, se buscó evidencia desde la teoría de agencia (pago por desempeño) y desde la teoría del poder gerencial. Ambas teorías, tienen diferentes enfoques para explicar los niveles de compensaciones. Primero la teoría de agencia comprende que las compensaciones están alineadas con el esfuerzo del ejecutivo, reflejándose en el desempeño empresarial (Jensen y Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Li et al., 2016; Hassen y Militaire, 2020). Por el contrario, la teoría del poder gerencial comprende que los niveles de pagos están centrados en fuentes del poder del ejecutivo (características y vínculos personales) independiente del desempeño corporativo (Tushman y Romanelli, 1983; Finkelstein, 1992; Chen et al., 2011; Göx, y Hemmer, 2020).

Lo anterior, confluye en una tensión existente, entre estas dos teorías, contrarrestándose con sus diferentes enfoques, al momento de querer explicar el mismo fenómeno. Sin embargo, se debe destacar que, en el mercado emergente de Chile, existe un fenómeno de una alta concentración de propiedad familiar (Majluf et al., 1998; Lefort y Walker, 2000; Espinoza, 2009).

Pensamos inicialmente que este fenómeno de concentración de propiedad podría desnivelar la balanza hacia la teoría del poder gerencial, ya que la fuente de propiedad sería mayor que en economías desarrolladas (propiedad más diluida).

Es en este sentido que, de acuerdo con la evidencia encontrada en el mercado emergente de Chile, se puede observar que, en el enfoque de agencia, se destaca como predictor de las compensaciones el indicador financiero ROA en las organizaciones y no se encontró evidencia del rendimiento bursátil (Retornos), respondiendo a la hipótesis n°1. En la otra cara de la

moneda, al utilizar la teoría del poder gerencial en el análisis, la evidencia encontrada sugiere que, en mercados con alta concentración de propiedad, la dimensión del poder de propiedad juega un importante rol, por lo cual, a los CEO se les pagaría por sus vínculos familiares-personales con los fundadores de la compañía (delegando la administración de la propiedad a familiares o personas de confianza), respondiendo a la hipótesis nº2 (a, b y c).

Se encontró que tanto la teoría de agencia como la teoría del poder gerencial, serían complementarias y que ambas entregan piezas para poder comprender y entender los determinantes de las compensaciones ejecutivos en ambientes de mercados con una alta concentración de propiedad empresarial.

### **3.9 Conclusiones**

La literatura académica que se ha centrado en estudiar las variables que podrían explicar el nivel de compensaciones de la plana ejecutiva, se han desarrollado principalmente en dos grandes líneas de investigación, por un lado, se ha estudiado la teoría de agencia y, por otro lado, el poder gerencial.

En nuestra investigación hemos investigado la implicancia de ambas teorías y su impacto en las compensaciones de la plana ejecutiva y CEO en el mercado emergente de Chile. El enfoque utilizado es de carácter empírico, se desarrolló una base de datos, y se utilizó el enfoque de la teoría del poder gerencial, la cual ha tenido una menor atención por los investigadores, por lo cual existe menos evidencia utilizando este enfoque. Aportando evidencia desde un mercado emergente, donde el acceso a esta información es bastante restringido.

Primero y considerando la teoría de agencia, donde el esfuerzo de los ejecutivos se vería reflejado en un mejor rendimiento en las compañías, a su vez, este esfuerzo sería recompensado con un mayor nivel de compensación. Para lo tanto, nos centramos en variables de rendimiento corporativo. Como hallazgo se obtuvo que la variable de rendimiento ROA es significativa con signo positivo, lo que nos indica que, a un mayor nivel de rendimiento financiero, mayor es el

nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva. En otras palabras, a un mayor nivel de esfuerzo por parte de la plana ejecutiva, esto se vería premiado con un mayor nivel de pago. Por otro lado, para los Retornos corporativos no se encontró evidencia que tengan una implicancia en los niveles de compensaciones de la plana ejecutiva.

En este enfoque, además, se incorporaron variables de gobiernos corporativos (AFP, directores independientes y concentración de propiedad) las cuales no son significativas, este hallazgo, se podría interpretar como la no existencia del problema de agencia tipo I, sino, que podría existir un problema de agencia tipo II, donde el conflicto podría estar entre los diferentes tipos de accionistas (controladores y minoritarios). El problema de agencia tipo II está relacionado con los países donde existe una débil protección hacia el inversionista y mercados donde hay una alta concentración de la propiedad dentro de las compañías, como es el caso del mercado chileno. Considerando ambos enfoques (poder gerencial y teoría de agencia) las variables de tamaño, nivel de deuda, así como las oportunidades de crecimiento, se evidencio que ellas son significativas y tienen un impacto en el nivel de las compensaciones.

Segundo, desde el punto de vista de la teoría del poder gerencial (Finkelstein, 1992), se estudiaron tres dimensiones del poder gerencial: poder de experto, poder de prestigio y poder de propiedad. Como hallazgo principal de nuestra investigación empírica, se obtuvo evidencia que sugiere que el poder de propiedad (parentesco con el fundador o ejecutivos) es estadísticamente significativa ( $p < 0,05$ ) con signo positivo, lo que se puede interpretar que, a mayor vínculo con los fundadores o ejecutivos de la compañía, el nivel de compensaciones del CEO es mayor, estos resultados están en línea con los hallazgos de Finkelstein (1992). Además, se encontró que el poder de propiedad se ha traspasado desde los fundadores hacia los parientes, esto se podría explicar, por la existencia de un alto grado de concentración de propiedad. De esta manera las familias fundadoras pueden mantener el control dentro de la propiedad.

La dimensión del poder de experto (nº de cargos previos en la empresa antes de ser CEO) no es significativa con signo negativo, lo que sugiere que mientras más cargos previos tenga una persona en la compañía previo a ser CEO, su nivel de remuneraciones es menor. Esto se podría explicar, ya que, cuando las compañías realiza un proceso de reclutamiento externo para el cargo de CEO y con la finalidad de atraer al talento, las empresas están dispuestas a considerar un

mayor monto de remuneración. Por otro lado, La dimensión del poder de prestigio (nivel educacional del CEO) no se encontró significancia, lo que nos sugiere que esta dimensión del poder no explicaría el nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva.

Los resultados obtenidos en nuestra investigación sugieren que tanto, el enfoque de la teoría de agencia (pago por desempeño), como la teoría del poder gerencial, entregan evidencia o piezas, que ayudan a la obtención de una mejor comprensión del puzle de los pagos a la plana ejecutiva y CEO en las compañías. Así, las dimensiones del poder de los ejecutivos, como las variables de rendimiento corporativo explicarían el nivel de las compensaciones, siendo ambas teorías complementarias y no excluyentes, en el contexto del mercado emergente de Chile.

Referente las limitaciones del estudio, se debe considerar que la muestra utilizada, podría ser ampliada, abarcando un mayor período de tiempo y/o agregando evidencia desde otros países emergentes. Lo anterior, podría servir como futura línea de investigación, invitando a nuevos investigadores a desarrollar el estudio de las compensaciones ejecutivas con el foco en economías emergentes donde la evidencia esta menos desarrollada, considerando las particularidades de estos mercados. Otra limitación, está relacionada con el monto de compensación del CEO el cual fue estimado y podrían existir diferentes formas de ejecutarlo.

## **4. Capítulo 4: Compensaciones de la plana ejecutiva ¿pago por habilidad o desempeño del sector?**

### **4.1 *Introducción***

Una de las grandes interrogantes en las finanzas corporativas, tiene relación con los grandes montos de remuneraciones que se pagan a los altos ejecutivos de las compañías, estos altos montos estarían justificados por su habilidad de gestión. Por otro lado, se ha investigado si los altos niveles pago, son consecuencia de variables que no estarían relacionadas con el ámbito de acción de los ejecutivos, siendo estas variables exógenas a su talento y habilidad.

Al momento de evaluar el desempeño ejecutivo, se debe considerar que el costo de supervisar directamente a los ejecutivos es bastante alto, por lo que evaluar su trabajo de forma indirecta, por ejemplo, a través de la evaluación del desempeño relativo (EDR), sería más factible (Jensen y Murphy, 1990; Murphy, 1999). Dado que la información de desempeño refleja el nivel de producción y el nivel de rendimiento de una empresa. Esta información se considera confiable según los sistemas de contabilidad y auditoría, por lo tanto, estaría ampliamente validada. Sin embargo, la información sobre la empresa en sí no es lo suficientemente precisa para evaluar los esfuerzos de los gerentes, porque una empresa se encuentra en un sistema abierto, afectado por muchos factores externos que no están directamente relacionados con el esfuerzo de los gerentes. Por lo tanto, usar solo el desempeño de la empresa para valorar los esfuerzos de los gerentes crearía un sesgo. Sin embargo, el método de evaluación mejoraría si pudiéramos excluir los factores sistémicos (Chen et al., 2012).

La teoría de EDR asume que las empresas inevitablemente enfrentan riesgos externos a nivel de la industria o a nivel macro, y un contrato de compensación óptima que elimine estos riesgos comunes sería más eficiente (Holmstrom, 1982; Gibbons y Murphy, 1990).

Bajo esta premisa, a los ejecutivos se les debería pagar por el rendimiento de su empresa y no por los impulsos de la industria donde participan (factor externo). Sin embargo, la existencia de movimientos en las diferentes industrias podría tener como resultado una influencia en los niveles de pagos (ya que a toda la industria le va bien/mal).

La evaluación del desempeño relativo proporciona a los empleados un incentivo para desempeñarse bien, mientras se aísla su compensación de los impactos que también afectan el desempeño de otros trabajadores en la misma empresa, industria o mercado. El EDR puede ser utilizado como un dispositivo de compromiso de pago hacia el CEO por tu talento relativo (De Angelis y Grinstein, 2020).

La crisis financiera de 2008 y el impacto económico del COVID-19 han aumentado la conciencia de los beneficios de EDR durante los impactos de la industria y del mercado (Bizjak, Kalpathy, Li y Young, 2022)

Considerando esta línea de investigación, se ha tratado de responder si los cambios en el rendimiento de las compañías han sido causados por la buena o mala suerte del entorno económico donde las compañías actúan. Desde el enfoque de la teoría del pago por suerte, los autores Bertrand y Mullainathan (2001) definen la suerte como el rendimiento corporativo más allá del control del CEO (factores no controlables). Estos factores exógenos, podrían tener como resultado un mayor o menor rendimiento y con esto un cambio en el nivel de las compensaciones, independiente del talento y habilidad de los ejecutivos.

De acuerdo con la investigación de Gopalan et al. (2010), el efecto de los *shocks* externos sobre el desempeño corporativo, que van más allá del control de la administración, puede verse influenciado por las elecciones estratégicas de la administración, así como por las decisiones operativas en respuesta a los *shocks* externos. De ser así, los incentivos de la gerencia para aprovechar los eventos externos afortunados y amortiguar los efectos de los eventos externos desafortunados, se eliminarían si la compensación no está relacionada con los efectos del desempeño en las circunstancias afortunadas. Considerando esta teoría, es relevante investigar si los rendimientos de la compañía están relacionados con la gestión ejecutiva, o, por el contrario,

existen otros factores exógenos que impulsaron los rendimientos. Entre los factores exógenos, la presente investigación se centra en los movimientos del sector industrial, ya que, la industria podría dar este impulso al rendimiento empresarial (independiente de la habilidad gerencial).

Dentro de los factores estudiados, se han utilizado índices de mercado e índices industriales como indicadores de rendimiento de las acciones basados en la suerte (Garvey y Milbourn, 2006), además, los autores encuentran evidencia que los ejecutivos son más recompensados por la buena suerte que por la mala suerte, lo que se traduce en una asimetría, lo que podría ser consecuencia de gobiernos corporativos débiles. Los autores Aggarwal y Samwick (1999) y Bizjak et al. (2008) documentan el uso generalizado de la evaluación comparativa, con la finalidad de ajustar la suerte en la compensación de los ejecutivos. La evidencia empírica que se ha encontrado apunta que las compensaciones de los ejecutivos están relacionadas fuertemente con la suerte.

La presente investigación es de carácter empírico y se enfoca en la búsqueda de evidencia desde la teoría del pago por rendimiento relativo (a la industria) y su implicancia en los niveles de pagos ejecutivos. Por un lado, estudiamos la influencia de los movimientos de la industria, así como los rendimientos residuales y su impacto en las compensaciones de los ejecutivos.

La pregunta central de la investigación esta formulada para responder si: ¿Las compensaciones ejecutivas, están siendo impulsados por factores exógenos a la gestión ejecutiva, compensando a los ejecutivos por el rendimiento relativo a la industria, y no por el rendimiento de la compañía, en el contexto de un mercado emergente?

El aporte de nuestra investigación a la literatura se sustenta en el estudio de la teoría del pago por rendimiento relativo, esta teoría cuenta con una escasa evidencia, mediante el estudio de los movimientos de la industrial y su efecto en las compensaciones de los ejecutivos en mercados emergentes, no contando con evidencia a la fecha desde la economía emergente de Chile. Como segunda razón, se utiliza una base de datos de las compensaciones de la plana ejecutiva de Chile, donde el acceso a su información es muy limitado.

El resto del Capítulo se ha organizado de la siguiente manera. La sección 2 se entrega una revisión general de la literatura. En la sección 3 se desarrollan la hipótesis. En la sección 4 se desarrolla la metodología de la investigación. En la sección 5 se presenta la muestra. En la sección 6 se definen las variables utilizadas. En la sección 7 se presentan los resultados, en la sección 8 se desarrolla la discusión y finalmente en la sección 9 se entregan las conclusiones del estudio.

## **4.2 *Revisión de la literatura***

En la literatura académica financiera, los investigadores han tenido como foco principal la búsqueda de la relación existente entre el rendimiento de las compañías y las compensaciones de los ejecutivos (Murphy, 1986; Jensen y Murphy, 1990; Abowd, 1990; Leonard, 1990). La teoría de la agencia sugiere que las compañías deberían vincular la compensación de los ejecutivos al desempeño, mediante un contrato óptimo con la finalidad de alinear los intereses de los administradores con los accionistas. En este aspecto, Farmer et al. (2013) brindan un apoyo a esta teoría encontrando una relación significativa entre el desempeño de la empresa y la compensación obtenida por los CEO. En teoría, un contrato óptimo de compensaciones debería lograr que las variables de rendimiento empresarial a la cual están anclados los incentivos tengan la menor cantidad de ruidos externos, por lo cual, su enfoque debería basarse en el esfuerzo real, y en factores que son controlables por los ejecutivos.

La evaluación del desempeño relativo proporciona a los empleados un incentivo para desempeñarse bien mientras aísla su compensación de los impactos que también afectan el desempeño de otros trabajadores en la misma empresa, industria o mercado (Gibbons y Murphy, 1990). La compensación basada únicamente en el desempeño individual observado brinda incentivos para que un trabajador sea productivo, pero el desempeño medido (y su compensación) casi siempre se ve afectado por factores aleatorios que escapan al control del trabajador. El desempeño del trabajador a menudo afecta el desempeño observado de otros trabajadores en la misma división, empresa, industria o mercado. Por esto, es de relevancia

identificar de manera eficiente a las empresas pares con las que compararán (Bizjak et al., 2022; De Angelis y Grinstein, 2020; Nam, 2020; Drake y Martin, 2020). El EDR puede proporcionar incentivos mientras se aísla parcialmente al trabajador de la incertidumbre.

Los contratos de compensación de ejecutivos basados únicamente en el desempeño de la empresa someten a los ejecutivos a los caprichos de los mercados de acciones y productos que están claramente fuera del control de la gerencia. Medir el desempeño gerencial en relación con el desempeño de otras empresas en la misma industria o mercado aísla parcialmente a los ejecutivos de tales conmociones de la industria y el mercado (Gibbons y Murphy, 1990).

La evaluación del desempeño relativo (Jensen y Murphy, 1990; Murphy, 1999). Refleja el nivel de producción y el nivel de rendimiento de una empresa. Esta información de la empresa en sí no es lo suficientemente precisa para evaluar los esfuerzos de los gerentes, porque una empresa se encuentra inserta en un sistema abierto. Por lo tanto, usar solo el desempeño de la empresa crearía un sesgo. La evaluación mejoraría si pudiéramos excluir los factores sistémicos. La teoría de EDR asume que las empresas inevitablemente enfrentan riesgos externos a nivel de la industria o a nivel macro, y un contrato de compensación óptima que elimine estos riesgos comunes sería más eficiente (Holmstrom, 1982; Gibbons y Murphy, 1990).

La teoría y los modelos de EDR sugieren que es necesario excluir el efecto combinado de los grupos de pares (Baiman y Demski, 1980; Diamond y Verrecchia, 1982; Holmstrom, 1979). Antle y Smith (1986) y Gibbons y Murphy (1990) muestran que el beneficio de agregar consideraciones de desempeño relativo a los contratos de compensación ejecutiva es mayor que su costo.

Considerando lo anterior, la existencia de factores externos a la gestión empresarial, tendrían como consecuencia un impacto en las compensaciones ejecutivas. Entre los factores estudiados encontramos: industria (Wang et al., 2021; Davis y Hausman, 2020), globalización (Keller y Olney, 2021; Ma y Ruzic, 2020).

En esta línea, se ha desarrollado la teoría del pago por factores exógenos, que determinarían y/o impulsarían los niveles de compensaciones ejecutivas, así como aumentarían rendimientos corporativos independientes de la habilidad del ejecutivo.

Se ha cuestionado la eficacia de la remuneración de los ejecutivos como mecanismo incentivador. Demostrando que el pago por la suerte (factor exógenos) es tan alto como el pago por desempeño (Bell et al., 2021; Shang et al., 2020; Bertrand y Mullainathan, 2001). A su vez, se ha sugerido que los altos ejecutivos pueden fijar su nivel de pago, en función de sus propios intereses, ya que, pueden disfrutar sus altos pagos basados en la suerte, así como el pago por rendimiento (Garvey y Milbourn, 2003,2006). Se ha definido a la suerte como el rendimiento corporativo más allá del control del CEO (factores no controlables) (Bertrand y Mullainathan, 2001). Por lo cual, los ejecutivos no tendrían ningún tipo de influencia sobre los factores macroeconómicos, pero, por otro lado, su habilidad o gestión se puede ver reflejada en tomar medidas para aprovechar las oportunidades o minimizar los impactos negativos, que pueden ocurrir mediante los *shocks* macroeconómicos (Gopalan et al., 2010).

La exposición de las empresas a los movimientos de la industria es un aspecto importante de la elección estratégica del CEO. Vincular al CEO con el desempeño de la industria lo induce a elegir esta exposición de manera óptima. Además, debido a la aversión al riesgo, el contrato óptimo recompensará al gerente por el buen desempeño del sector, pero no lo castigará por la mala suerte (Gopalan et al., 2010).

Los planes de incentivos de los ejecutivos se encontrarían vinculados a medidas de rendimiento corporativo, los que, a su vez, estarían estrechamente relacionadas con el desarrollo económico de los países. En este sentido, las variables de rendimiento corporativo se verían afectas a factores del entorno.

Los cambios que puedan ocurrir en las condiciones macroeconómicas pueden jugar un importante rol como fuente de buena o mala suerte en el rendimiento de las empresas y en las compensaciones que se encuentran vinculadas (Oxelheim y Wihlborg, 2008).

El uso del desempeño corporativo como una medida de la exógena, tiene como ventaja que se puede aplicar a todas las industrias, lo que permite un análisis a mayor escala y se pueden hacer comparaciones entre industrias.

Al considerar el desempeño como indicador exógeno, este no necesita definir de forma forzosa un grupo de comparación en la industria. Sin un estándar específico, la definición del grupo de comparación entre pares es bastante vaga, y existen sesgos de selección e incluso problemas endógenos graves (Shang y Wen, 2020). En Estados Unidos se investigó sobre las compensaciones ejecutivas y su relación con los precios en compañías de petróleo y gas durante un período de 24 años. Dentro de sus hallazgos se destaca que un aumento del 10% en los precios del petróleo está asociado con un aumento del 2% en la compensación de los ejecutivos. Este efecto del precio se aplica tanto a los directores ejecutivos como a los no directores ejecutivos. Por lo cual, las variables relacionadas a variaciones en los precios tienen un impacto en el nivel de compensación de los ejecutivos (Davis y Hausman, 2020).

La implementación asimétrica del rendimiento y pago por factores exógenos puede ser consistente con la contratación óptima, si esta permite una reducción en la prima de riesgo requerida para proteger la compensación del CEO de los peores resultados. Esta explicación de contratación óptima es plausible dado que nuestra que los resultados no dependen de la solidez del gobierno corporativo de la empresa (Jiménez-Angueira y Stuart, 2010).

Nuestro estudio es de carácter empírico e investigamos como los movimientos de la industria (rendimientos de sus pares) afectan los niveles de pago de la plana ejecutiva y si sus pagos están vinculados a su habilidad o son pagados por un desempeño relativo a la industria. Un mayor nivel de rendimiento corporativo podría estar vinculado a mejores (malos) momentos económicos y esta situación puede afectar de forma positiva (negativa) a las empresas y las compensaciones de los ejecutivos.

### **4.3    *Desarrollo de la Hipótesis***

#### *4.3.1 Teoría del pago rendimiento relativo*

La teoría económica proporciona una justificación para la evaluación del desempeño relativo basada en el riesgo compartido. Proporciona a los empleados un incentivo para desempeñarse bien mientras aísla su compensación de los impactos que también afectan el desempeño de otros trabajadores en la misma empresa, industria o mercado (Gibbons y Murphy 1990). Es común que los trabajadores sean recompensados no solo por su propio desempeño sino más bien por su desempeño medido en relación con el desempeño de los compañeros de trabajo. Utilizar el método EDR para elegir un grupo de pares, puede extraer efectivamente el esfuerzo individual de los gerentes y mitigar los problemas de agencia.

La exposición de las empresas a los movimientos de la industria es un aspecto importante de la elección estratégica del CEO. Vincular al CEO con el desempeño de la industria lo induce a elegir esta exposición de manera óptima. Además, debido a la aversión al riesgo, el contrato óptimo recompensará al gerente por el buen desempeño del sector, pero no lo castigará por la mala suerte (Gopalan et al., 2010). Oxelheim et al. (2010), tienen como resultados en su investigación que las variables exógenas tienen un impacto en las compensaciones de los ejecutivos y en el rendimiento de las compañías, por lo cual, la administración debería tener la capacidad de prever dichos cambios y usarlos a su favor, gestionándolos de forma estratégica.

Considerando la teoría del pago por desempeño relativo y el impacto de sus pares en la industria sobre sus compensaciones, desarrollamos nuestra hipótesis, que declaramos a continuación:

***H1:*** *Los movimientos relativos de la industria tiene un efecto sobre el nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva*

Se investigará si los movimientos de la industria tienen un efecto en el nivel de las compensaciones de los ejecutivos, comparando los rendimientos de las compañías en relación con sus pares. El método que se utilizará está basado en los trabajos de Gopalan et al. (2010); Bertrand y Mullainathan (2001). Cabe señalar que, al no contar con evidencia desde el mercado emergente de Chile, se podría encontrar un efecto positivo o negativo.

La novedad de nuestra investigación se basa en escasa evidencia de la teoría de la evaluación del desempeño relativo en economías emergentes, así como el desarrollo incipiente en el estudio de movimientos industriales y su efecto en las compensaciones de los ejecutivos en mercados emergentes. Además, se utiliza una base de datos de las compensaciones de la plana ejecutiva en Chile, donde el acceso a su información es muy limitado.

#### **4.4 *Metodología de la Investigación***

En nuestra investigación, se utilizará un enfoque de carácter empírico, para lo cual se construyó un modelo (el segundo es una extensión), con la finalidad de explicar los cambios en los niveles de las compensaciones. Para nuestra primera hipótesis, desarrollamos el modelo para explicar la incidencia de los movimientos de la industria sobre las compensaciones de la plana ejecutiva.

##### *4.4.1 Modelo de movimientos industriales (rendimiento relativo)*

De acuerdo con la teoría de la evaluación del desempeño relativo, uno de sus supuestos fundamentales es que, en un contrato óptimo los ejecutivos deben ser recompensados por su esfuerzo, en este sentido, su esfuerzo debiese estar relacionado con variables que estén sobre su control. En relación con investigar este supuesto, en la literatura se ha encontrado evidencia donde factores no controlables por los ejecutivos tienen un impacto en sus compensaciones. En esta línea de investigación Gopalan et al. (2010) investigan si el pago de los Gerentes Generales (CEO) están relacionados con los movimientos industriales, encontrando una relación significativa de la industria sobre las compensaciones.

Considerando la literatura previa, se desarrolló el siguiente modelo para nuestro estudio:

$$\begin{aligned} \text{LogWEj}_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{Perf}_{it}) + \beta_2(\text{Sector}_{it}) + \beta_3\text{Tamaño}_{it} + \beta_4\text{Antigüedad}_{it} \\ & + \beta_5\text{endeudamiento}_{it} + \sum_{i=1}^{14} \theta \text{Año}_i + \sum_{i=1}^8 \delta \text{Industria}_i + \varepsilon_{it} \quad \text{Eq. (1)} \end{aligned}$$

Donde:

- *LogWEj* es el total de compensaciones en logaritmo de la plana ejecutiva, de la empresa *i* en el año *t*.
- *Perf*: corresponde a una variable de rendimiento de la empresa, *i* en el año *t*.
- *Sector*: corresponde al promedio industrial de la variable de rendimiento (pares en la industria).
- *Tamaño*: corresponde al total de ingresos de la empresa *i* en el año *t*.
- *Antigüedad*: corresponde a la antigüedad de la empresa en años.
- *Endeudamiento*: corresponde al ratio de endeudamiento de la empresa *i* en el año *t*.
- *Año*: corresponde una variable ficticia por año
- *Industria*: corresponde una variable ficticia por industria

La estimación de los modelos será mediante la técnica de datos de panel, debido a su utilidad en el análisis de corte transversal. Entre las ventajas de este tipo de modelos se destaca el poder tomar en cuenta de manera explícita la heterogeneidad no observable; permite estudiar dinámicas de ajuste, relaciones inter temporales; reducen sesgo de agregación, al recoger información de micro unidades (individuos, firmas. Los problemas que se pueden presentar son los relacionados a toda muestra: cobertura, datos faltantes, espaciamiento, sesgos temporales, errores de medida, autoselección (Baltagi, 1995; Wooldridge, 2002).

## 4.5 Muestra

La muestra inicial que se utiliza para la presente investigación corresponde a un total de 476 memorias, correspondiente a 34 empresas no financieras del mercado chileno. Para la obtención de los datos de las compensaciones de los ejecutivos, esta se realizó de forma manual desde las memorias anuales corporativas. La muestra corresponde a empresas del índice bursátil IPSA, la que se compone de las 40 empresas más líquidas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago (a partir del año 2019 su composición sufrió cambios). El período de tiempo de la muestra abarca desde el año 2005 al 2018.

La información financiera de las compañías fue extraída desde la base de datos Thomson Reuters Eikon.

A continuación, se entrega la estadística descriptiva de la muestra, ya sea, de las compensaciones como de las variables de rendimiento corporativo.

**Tabla n° 13** Estadística descriptiva de factores de rendimiento y compensaciones de ejecutivos.

Variable	Obs.	Promedio	Desv. Est.	Min.	Max.
Compensaciones P. Ejecutiva (MM\$)	439	4.686	6.760	33,9	57.726
ROA	451	0,05	0,07	-0,93	0,48
Retornos	449	0,15	0,46	-0,91	4,22

Fuente: elaboración propia.

Las compensaciones de la plana ejecutiva en promedio corresponden a 4.686 millones de pesos en las compañías de la muestra. Las compañías están distribuidas en 8 diferentes industrias: (1) materiales, (2) consumo, (3) energía, (4) inversiones, (5) industriales, (6) tecnología, (7) telecomunicaciones y (8) servicios. El rendimiento de las empresas promedio, medidos mediante el ROA es de 5,53% se debe destacar que en la muestra incluyen solo empresas que están indizadas en el índice bursátil IPSA de Chile, donde se encuentran las de mayor presencia bursátil del mercado. Los retornos promedios son de un 15% para las compañías.

## **4.6 Descripción de variables**

### *4.6.1 Variable dependiente*

Para construir la variable de las compensaciones de la plana ejecutiva, se realizó una revisión manual de las memorias anuales de las compañías, de ellas se utilizaron los montos totales (fijo más variable) del pagos de las compensaciones de los principales ejecutivos de las compañías. En estudios previos, esta variable ha sido utilizada de forma agregada (Chen et al., 2011).

Los principales ejecutivos son definidos como las personas que tiene bajo su control la toma de decisiones estratégicas de las empresas (equipo de personal directivo).

### *4.6.2 Variables independientes*

#### *Variables de rendimiento*

Como variables de rendimiento se utilizaron: la rentabilidad sobre activos ROA. Como segunda medida utilizada, son los Retornos, este indicador mide la rentabilidad en valores bursátiles de las compañías. Las variables de rendimiento mencionadas anteriormente han sido utilizadas en estudios previos relacionados (Chiu et al., 2014).

#### *Variables de control*

Se controló el efecto de la industria, para lo cual se utilizaron variables ficticias por industria y tiempo. Para estimación del modelo del sector industrial, se clasificaron los sectores por sus características sectoriales, semejanzas de los modelos de negocios y competencia directa. Todas las variables que se utilizarán para nuestra investigación han sido usadas en previas investigaciones (Chiu et al., 2014; Oxelheim et al., 2010; Gopalan et al., 2010). Por último, se controló por nivel de endeudamiento, antigüedad de la compañía, tamaño de las compañías, número de ejecutivos y se utilizó como proxy el total de los activos totales de las compañías de forma anual.

## **4.7 Resultados**

### *4.7.1 Resultados del modelo de movimientos industriales*

En esta sección, se entregan los resultados de nuestra investigación centrados en la búsqueda de evidencia, acerca de si los movimientos industriales, tienen alguna influencia sobre las compensaciones de la plana ejecutiva. Se utilizaron dos diferentes medidas de rendimiento: ROA y los Retornos. El método de estimación utilizado fue mediante datos de panel. Los resultados obtenidos se pueden observar en la Tabla n° 14.

Para el desarrollo de nuestro análisis, realizamos cuatro estimaciones mediante el método de datos de panel. En las estimaciones  $M1_{a,b}$  se utilizaron como medidas de rendimientos el ROA y los Retornos del sector industrial por separado , utilizando la (Eq.1).

**Tabla n° 14** Regresión de movimientos industriales

El modelo 1: Pago por rendimiento relativo de la plana ejecutiva Variable dependiente total de compensaciones (log). Se utilizaron estimaciones mediante técnica de datos de panel, en paréntesis se encuentran los errores. Los errores se encuentran agrupados por empresa

Variables	M1a		M1b		M1c	
ROA	0,00501**	0,00502*			0,00523**	0,00506*
	(0,00253)	(0,00271)			(0,00265)	(0,00280)
ROA Sector	-0,0137**	-0,0141**			-0,0143**	-0,0154***
	(0,00649)	(0,00571)			(0,00662)	(0,00568)
Retornos			-0,0000812	-0,0000781	-0,00018	-0,000177
			(0,000134)	(0,000121)	(0,000148)	(0,000135)
Retornos sector			0,000626	0,000309	0,000718	0,000475
			(0,000636)	(0,000403)	(0,000652)	(0,000389)
Tamaño empresa	0,0662	0,207***	0,0637	0,211***	0,0632	0,201***
	(0,0689)	(0,0637)	(0,0716)	(0,0637)	(0,0689)	(0,0628)
Endeudamiento empresa	0,0707**	0,0709**	0,0557*	0,0637*	0,0695**	0,0735**
	(0,0349)	(0,0324)	(0,0331)	(0,0330)	(0,0352)	(0,0337)
Antigüedad empresa	0,00300*	0,00768***	0,00277	0,00837***	0,00297*	0,00755***
	(0,00174)	(0,00195)	(0,00174)	(0,00220)	(0,00174)	(0,00189)
Constante	8,139***	6,769***	8,138***	6,651***	8,172***	6,835***
	(0,709)	(0,720)	(0,728)	(0,710)	(0,708)	(0,710)
Efecto Fijo Año	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Efecto Fijo Industria	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Observaciones	415	415	415	415	415	415
R- cuadrado	0,2331	0,0951	0,238	0,096	0,2356	0,0962

Variabes independientes de las regresiones = ROA= razón de rentabilidad sobre activos; Retornos = retornos de la empresa; sector (corresponde al indicador promedio de la industria, es decir, sus pares), tamaño empresa = log (total activos); endeudamiento empresa = razón de deuda patrimonio ;antigüedad empresa = antigüedad de la empresa;. El período de tiempo es desde el año 2005 a 2018.

Denotación de significancia \*\*\* p<0,01 \*\* p<0,05 \* p<0,1

En la estimación M1a, se consideró solo la variable de rendimiento ROA del Sector como medida relativa a la industria. Se destaca como hallazgo que las variables ROA ( $p < 0,05$ ) con signo (+), lo que implicaría que a un mayor rendimiento de la empresa mayor el nivel de compensación. Por otro lado, la variable de ROA Sector ( $p < 0,05$ ) con signo (-) implica que un aumento del ROA de la industria, menores son las compensaciones de los ejecutivos. Lo anterior, nos sugiere que un aumento en el rendimiento de los competidores (pares) en la industria, tendría como consecuencia una disminución en las compensaciones de la plana ejecutiva de las compañías. Esta evidencia nos sugiere que las compensaciones de los ejecutivos estarían sujetas a los movimientos del sector industrial (efecto relativo) en la economía emergente de Chile. Luego, se realizó el análisis de la variable de los Retornos (M1b), y de acuerdo con el modelo, esta variable no es significativa, como tampoco lo son los Retornos del Sector. Por lo cual, se obtiene como resultado que esta variable no tendría efecto sobre las compensaciones.

En la estimación M1c, se incluyeron las dos variables de rendimiento en su conjunto y las variables ROA y ROA sector mantiene su significancia ( $p < 0,05$ ) y signo (+, -), sugiriendo una persistencia de los resultados. Para finalizar, las características de empresa, medidas mediante endeudamiento, antigüedad de la empresa, son significativas y con signo positivo, comportándose de acuerdo con evidencia encontrada en investigaciones previas.

Una vez desarrollada la primera etapa, desarrollamos una investigación sobre los rendimientos residuales de las compañías por sobre el rendimiento del sector industrial, para ello calculamos los valores residuales como el diferencial entre el rendimiento de la compañía menos el rendimiento de mercado (sus pares). Nuestros hallazgos los detallamos en la Tabla nº 15 a continuación:

**Tabla n° 15** Regresión de rendimientos residuales

El modelo 2: Rendimientos Residuales. Variable dependiente total de compensaciones (log). Se utilizaron estimaciones mediante técnica de datos de panel, en paréntesis se encuentran los errores. Los errores se encuentran agrupados por empresa.

Variables	M2a		M2b		M2c	
ROA residual	0,00627*** (0,00232)	0,00633** (0,00249)			0,00652*** (0,00245)	0,00655** (0,00262)
Retorno residual			-0,000146 (0,000153)	-0,000113 (0,000151)	-0,000236 (0,000174)	-0,000203 (0,000167)
Tamaño empresa	0,089 (0,0705)	0,216*** (0,0628)	0,0847 (0,0746)	0,211*** (0,0647)	0,0864 (0,0703)	0,213*** (0,0629)
Endeudamiento empresa	0,0702** (0,0350)	0,0753** (0,0349)	0,0540* (0,0318)	0,0605* (0,0323)	0,0687* (0,0353)	0,0747** (0,0355)
Antigüedad empresa	0,00226 (0,00170)	0,00860*** (0,00233)	0,00209 (0,00170)	0,00836*** (0,00227)	0,00224 (0,00171)	0,00854*** (0,00230)
Constante	8,272*** (0,654)	6,578*** (0,705)	8,332*** (0,692)	6,653*** (0,727)	8,299*** (0,651)	6,614*** (0,706)
Efecto Fijo Año	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Efecto Fijo Industria	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Observaciones	415	415	415	415	415	415
R- cuadrado	0,2957	0,0946	0,3003	0,0958	0,2974	0,0952

Variables independientes de las regresiones = residual (corresponde al diferencial entre el indicador de la empresa y el industrial), tamaño empresa = log (activos totales); endeudamiento empresa = razón de deuda patrimonio; antigüedad empresa = antigüedad de la empresa. El período de tiempo es desde el año 2005 a 2018

Denotación de significancia \*\*\* p<0,01 \*\* p<0,05 \* p<0,1

Se procedió a realizar tres estimaciones ( $M2_{a,b,c}$ ) con el objetivo de aislar los efectos de cada variable de rendimiento seleccionada, para así, de esta forma evaluar los resultados obtenidos. En nuestra estimación  $M2a$ , solo se utilizó la medida de ROA residual, encontramos que esta medida de rendimiento es significativa ( $p < 0,01$ ) y con signo positivo. De esta manera, podemos sugerir que, ante un aumento en el rendimiento de la empresa en comparación con la industria, los ejecutivos principales son premiados con una mayor compensación. Por este motivo, nuestros resultados refuerzan la hipótesis que las compañías utilizarían el pago por rendimiento, en este caso, comparado con las empresas competidoras.

Por otro lado, la variable de Retornos ( $M2b$ ) no es significativa en el modelo, en este sentido, se refuerzan los hallazgos del Capítulo 2, donde esta variable no estaría relacionada con el pago de ejecutivos. Por lo cual, no es un determinante de los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva.

En la estimación  $M2c$ , se utilizaron como variables de rendimientos el ROA y los Retornos residuales en conjunto. Como resultados, obtuvimos que la variable ROA residual sigue siendo significativa ( $p < 0,01$ ) con signo positivo, lo que nos podría indicar que, al aumentar la brecha entre el rendimiento de la empresa y el rendimiento industrial (sus pares), los ejecutivos son compensados con mayores pagos. La variable de los Retornos no es significativa en nuestro modelo. Las características de empresa, medidas mediante endeudamiento, antigüedad de la empresa, son significativas y con signo positivo, comportándose de acuerdo con evidencia previa.

Cabe destacar que se considerando diferentes niveles de controles, se realizaron dos nuevas estimaciones considerando una nueva variable de control que podría ser relevante en el análisis. En este caso, se incorporó al modelo la variable del número de ejecutivos de la empresa. De esta manera, controlamos el total de compensaciones y la cantidad de ejecutivos que las perciben. Se calculó, tanto para el modelo 1 relacionado con los rendimientos del sector, así como el modelo 2 considerando los residuales. Lo anterior, se desarrolla en las tablas nº16 y nº17.

**Tabla n°16** Regresión de movimientos industriales con control adicional

El modelo 1: Pago por rendimiento relativo de la plana ejecutiva Variable dependiente total de compensaciones (log). Se utilizaron estimaciones mediante técnica de datos de panel, en paréntesis se encuentran los errores. Los errores se encuentran agrupados por empresa.

Variables	M1a		M1b		M1c	
ROA	0,00436*	0,00358			0,00454*	0,0038
	(0,00239)	(0,00262)			(0,00253)	(0,00271)
ROA Sector	-0,00857	-0,0139**			-0,00894	-0,0146**
	(0,00607)	(0,00638)			(0,00622)	(0,00622)
Retornos			-0,000189	-0,000168	-0,000259*	-0,000243*
			(0,000137)	(0,000111)	(0,000157)	(0,000135)
Retornos sector			0,000357	0,000177	0,000434	0,00034
			(0,000636)	(0,000434)	(0,000642)	(0,000418)
Tamaño empresa	0,0901	0,182***	0,0864	0,190***	0,0843	0,181***
	(0,0601)	(0,0510)	(0,0599)	(0,0497)	(0,0603)	(0,0510)
Endeudamiento empresa	0,0418**	0,0465**	0,0247	0,0371*	0,0391**	0,0459**
	(0,0197)	(0,0206)	(0,0179)	(0,0202)	(0,0197)	(0,0212)
Antigüedad empresa	0,00342**	0,00648***	0,00324**	0,00704***	0,00339**	0,00648***
	(0,00157)	(0,00157)	(0,00150)	(0,00175)	(0,00155)	(0,00157)
N° ejecutivos	0,00142**	0,00205***	0,00163***	0,00212***	0,00156***	0,00205***
	(0,000606)	(0,000677)	(0,000629)	(0,000691)	(0,000600)	(0,000659)
Constante	7,866***	7,018***	7,900***	6,845***	7,929***	7,032***
	(0,618)	(0,590)	(0,615)	(0,566)	(0,622)	(0,591)
Efecto Fijo Año	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Efecto Fijo Industria	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Observaciones	404	404	404	404	404	404
R- cuadrado	0,3686	0,2845	0,3916	0,2813	0,3844	0,2859

Variabes independientes de las regresiones = ROA= razón de rentabilidad sobre activos; Retornos = retornos de la empresa; sector (corresponde al indicador promedio de la industria, es decir, sus pares), tamaño empresa = log (total activos); endeudamiento empresa = razón de deuda patrimonio ;antigüedad empresa = antigüedad de la empresa; N° ejec. = n° ejecutivos principales.

El período de tiempo es desde el año 2005 a 2018. Denotación de significancia \*\*\* p<0,01 \*\* p<0,05 \* p<0,1

**Tabla n° 17** Regresión de rendimientos residuales con control adicional

El modelo 2: Rendimientos Residuales. Variable dependiente total de compensaciones (log). Se utilizaron estimaciones mediante técnica de datos de panel, en paréntesis se encuentran los errores. Los errores se encuentran agrupados por empresa.

Variables	M2a		M2b		M2c	
ROA residual	0,00498** (0,00206)	0,00510** (0,00233)			0,00528** (0,00220)	0,00536** (0,00246)
Retorno residual			-0,000185 (0,000151)	-0,000166 (0,000142)	-0,000254 (0,000175)	-0,000237 (0,000162)
Tamaño empresa	0,120** (0,0560)	0,197*** (0,0500)	0,119** (0,0567)	0,198*** (0,0498)	0,119** (0,0559)	0,197*** (0,0501)
Endeudamiento empresa	0,0434** (0,0207)	0,0516** (0,0224)	0,0276 (0,0183)	0,0364* (0,0203)	0,0421** (0,0211)	0,0502** (0,0225)
Antigüedad empresa	0,00275* (0,00159)	0,00737*** (0,00186)	0,00261* (0,00153)	0,00725*** (0,00186)	0,00272* (0,00158)	0,00742*** (0,00187)
N° ejecutivos	0,00127** (0,000586)	0,00204*** (0,000691)	0,00130** (0,000586)	0,00206*** (0,000700)	0,00124** (0,000576)	0,00203*** (0,000683)
Constante	7,941*** (0,512)	6,756*** (0,568)	7,964*** (0,519)	6,759*** (0,569)	7,954*** (0,511)	6,746*** (0,569)
Efecto Fijo Año	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Efecto Fijo Industria	Sí	No	Sí	No	Sí	No
Observaciones	404	404	404	404	404	404
R- cuadrado	0,4459	0,2698	0,457	0,2739	0,4458	0,2697

Variables independientes de las regresiones = residual (corresponde al diferencial entre el indicador de la empresa y el industrial), tamaño empresa = log (activos totales); endeudamiento empresa = razón de deuda patrimonio; antigüedad empresa = antigüedad de la empresa; N° ejec. = n° ejecutivos. El período de tiempo es desde el año 2005 a 2018.

Denotación de significancia \*\*\* p<0,01 \*\* p<0,05 \* p<0,1

Al incorporar el control adicional del número de ejecutivos por empresa, se puede identificar en la tabla nº16, que en la regresión M1a mantiene una leve significancia en la variable ROA, sin embargo, su signo (+) se mantiene el igual que en la regresión anterior. La variable de interés ROA del Sector, mantiene su signo negativo, pero, pierde su significancia. Los retornos no son significativos. Es por lo anterior, que se puede sugerir que los signos permanecen en los diferentes modelos, bajando su significancia, cuando evaluamos comparando el rendimiento de la empresa y su sector.

A continuación, en la tabla nº 17, se evalúa la persistencia de los resultados obtenidos, relacionados con los rendimientos residuales (diferencia entre rendimiento de la empresa y su industria). La evidencia encontrada sugiere que el ROA residual ( $p < 0,05$ ) mantiene su significancias y signo. Lo cual muestra un persistencia de los resultados obtenidos de forma previa.

Considerando nuestros resultados, podemos destacar que, al investigar sobre la influencia de la industrial sobre las compensaciones, nuestros hallazgos sugieren que la medida de ROA residual es significativa (ROA empresa menos la industria) y tienen un impacto positivo sobre las compensaciones. Lo que nos sugiere, que mientras mayor sea la brecha entre el rendimiento corporativo y el de su sector, mayor sería el nivel de recompensa hacia los ejecutivos. Sugiriendo que es importante considerar el rendimiento relativo de los pares en la industria al momento de diseñar sistemas de compensaciones, y aislar ese efecto sería importante. Por lo cual, la teoría del pago por rendimiento relativo explicaría las compensaciones de los ejecutivos, en el mercado emergente de Chile.

#### **4.8 *Discusión***

En la presente investigación se estudió el fenómeno de los niveles de compensaciones y cuáles serían los determinantes que influyen en ellos. El enfoque utilizado es la teoría del pago por rendimiento relativo (industria). Es por ello, que se inició la investigación considerando dos teorías, teoría del pago por rendimiento relativo y la teoría del pago por desempeño.

Por el lado, de la teoría de agencia a los ejecutivos se les debería recomenzar por su habilidad, de esta forma se estaría alineando los incentivos de largo plazo de los accionistas con el desempeño de la compañía (Jensen y Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Li et al., 2016; Hassen y Militaire, 2020). Desde la teoría del pago por rendimiento relativo, se considera que los movimientos de indicadores de rendimiento corporativo no serían atribuibles a los ejecutivos, sino, que serían, una consecuencia de buenos o malos momentos económicos relacionados con la industria en su conjunto (Gopalan et al., 2010; Bertrand y Mullainathan, 2001).

La evidencia encontrada nos sugiere que la teoría de agencia no explicaría tan claramente las compensaciones de los ejecutivos, debido a que se encontró una relación diferente de cero entre los rendimientos industriales comparándolos con los rendimientos corporativos, lo que indica que, ante un aumento en los rendimientos del sector, se traduce en una baja en las compensaciones. Además, la evidencia nos sugiere que, considerando el pago por desempeño, el efecto del ROA residual debería ser muy bajo, ya que, se estaría pagando por el rendimiento de la compañía, y en este caso les están pagando por lo que superan a la industria en desempeño de igual forma. Finalmente pagando a los ejecutivos por el rendimiento de la compañía y por el rendimiento relativo al mercado.

## 4.9 Conclusiones

En nuestra investigación nos centramos en la teoría del pago por desempeño relativo a la industria, en la cual las compensaciones de los principales ejecutivos reciben sus pagos vinculados a la industria. Considerando esta teoría, desarrollamos nuestra investigación empírica, utilizamos como medida de rendimiento relativo, los indicadores de rendimiento de la industria y su impacto sobre el nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva. Las condiciones del entorno, puede tener una influencia sobre los indicadores de rendimiento de las compañías, y como los indicadores se encuentran vinculados a las compensaciones, éstas últimas varían por factores diferentes a su habilidad.

Para la realización de nuestro análisis se consideró inicialmente un panel con un total de 476 observaciones, correspondientes a 34 empresas y abarca el período 2005 al 2018.

Considerando nuestra hipótesis, para investigar si los movimientos de la industria tienen un efecto sobre el nivel de las compensaciones de la plana ejecutiva encontramos evidencia que sugiere, que el pago por rendimiento relativo medido con indicadores de rendimiento corporativo, la variable ROA de la industria, es significativa, la cual tiene un impacto negativo sobre el niveles de pago de las compensaciones de los principales ejecutivos. Lo que se interpreta que, mediante un aumento en el rendimiento de los competidores en la industria tendría como consecuencia una disminución en las compensaciones de la plana ejecutiva de las compañías. Esto es destacable debido a que, de acuerdo con la teoría de agencia, al contar con un contrato óptimo, el cual premia el esfuerzo sobre variables controlables por los ejecutivos, este coeficiente debería ser igual a cero, el cual de acuerdo con nuestro análisis es diferente.

Además, se encontró que la medida de rendimiento ROA residual es significativa y tiene un impacto positivo sobre las compensaciones. Lo que nos sugiere que mientras mayor sea la brecha entre el rendimiento corporativo y el de su industria, mayor sería el nivel de recompensa hacia los ejecutivos.

La evidencia encontrada nos sugiere que la teoría de agencia no explicaría claramente las compensaciones de los ejecutivos, debido a que bajo este enfoque el efecto del ROA residual debería ser muy bajo, ya que, se estaría pagando por el rendimiento de la compañía, y en este caso les están pagando por lo que superan a la industria en desempeño. Concluyendo que habría un premio por un desempeño superior a la industria. Estos hallazgos ayudan a comprender el puzle de las compensaciones.

La presente investigación entrega nueva evidencia empírica que apoya la consideración del impacto de los movimientos de la industria (sus pares) sobre las compensaciones de los ejecutivos, por lo cual, los resultados de las empresas pares del sector tendrían un impacto sobre los niveles de pago.

Podemos concluir, que se deberían considerar los movimientos de la industria (pares) al momento de confeccionar contratos de compensaciones. La finalidad de aislar este efecto es pagar por la habilidad de gestión de los ejecutivos y no por la industria. De esta forma, este trabajo puede servir a los comités empresariales, para que consideren el efecto de la industria, al momento de diseñar sus sistemas de compensaciones. Adicionalmente, se debe considerar la capacidad y sensibilidad de cada empresa con las fluctuaciones macroeconómicas y su impacto (positivo/negativo) en la empresa. Por último, los ejecutivos contratados deberían contar con la habilidad para poder identificar y anticiparse eventos exógenos, para lograr un mejor desempeño corporativo.

Se recomienda la extensión de la muestra para el desarrollo de futuras investigaciones, ya sea en la economía emergente de Chile, o, complementando la muestra con datos de otros países, permitiendo una mejor comprensión generalizada del fenómeno de las compensaciones ejecutivas.

## **5. Capítulo 5: Conclusiones de la tesis doctoral**

Los altos niveles de compensaciones pagadas hacia los ejecutivos, ha sido un tema controversial, debido a que a nivel social se ha cuestionado si los montos representan el aporte de valor que realizan los ejecutivos mediante su habilidad de gestión a las organizaciones. Las investigaciones se han enfocado en comprender la relación existente entre las compensaciones de los ejecutivos y el rendimiento de las compañías. Al respecto, los autores Jensen y Murphy (1990), Ozkan (2011), Li et al. (2016), entre otros investigadores, han encontrado una relación positiva entre las compensaciones y el rendimiento empresarial. Por el contrario, los autores Brunello et al. (2001); Randoy y Nielsen (2002), Shaw y Zhang (2010), encontraron evidencia que el rendimiento de las firmas no está significativamente asociado a las compensaciones ejecutivas. Por lo anterior, no se ha llegado a un consenso sobre este tema de investigación.

Las principales teorías que se han desarrollado para explicar el fenómeno de los niveles de pagos, se han centrado en la teoría de agencia (Jensen y Meckling, 1976) donde el pago es por rendimiento corporativo (habilidad ejecutiva), teoría del poder gerencial (Finkelstein, 1992) (pagos basados en características personales) y la teoría de la evaluación del desempeño relativo (Holmstrom, 1982), la EDR proporciona a los empleados un incentivo para desempeñarse bien mientras aísla su compensación de los impactos que también afectan el desempeño de otros trabajadores en la misma empresa, industria o mercados. Entre estas teorías mencionadas, se identifica una tensión entre ellas, debido a que en el desarrollo estas están direccionadas hacia diferentes ámbitos de estudio, creando una contradicción entre ellas.

El objetivo de la tesis doctoral fue comprender los determinantes que influyen en el proceso de fijación de las compensaciones de los ejecutivos en las compañías en el mercado emergente de Chile. Para ello, se desarrolló una línea de investigación, que se compone de tres estudios. Para las investigaciones se utilizaron diferentes enfoques teóricos (agencia, poder y desempeño relativo) con la finalidad de estudiar el fenómeno desde distintas perspectivas.

La primera investigación (Capítulo nº2) tuvo como objetivo comprender el sistema de compensaciones de la economía emergente de Chile, considerado sus particularidades en estructuras de pago, normativas, caracterización de la muestra y montos de pagos a los ejecutivos. La pregunta de investigación nº1 desarrollada fue: ¿Cuáles son las características del sistema de compensaciones ejecutivas en el mercado emergente de Chile?

Para ello se desarrolló una base de datos exclusiva para la tesis. Entre los hallazgos realizados, se pueden destacar que la normativa es bastante general en el ámbito de las compensaciones declaradas. Los montos de las compensaciones de la plana ejecutiva son declarados solo de forma agregada. La normativa sólo especifica que se deben declarar el monto de las compensaciones totales. Lo anterior, puede ser una barrera de transparencia de la información publicada por las compañías. Al revisar las compensaciones de la plana ejecutiva, se encontró que durante el período de crisis económica sub-prime, el monto de las compensaciones aumentó mientras que los indicadores macroeconómicos se deterioraban (disminución crecimiento económico, aumento de tasa de desempleo). Al existir un aumento de la tasa de desempleo, las compensaciones de la plana ejecutiva no bajan en período de crisis económica. Es por lo anterior, que nos preguntamos si las razones podrían estar relacionadas con una retención del talento ejecutivo, o quizás por débiles gobiernos corporativos. Por otro lado, el aumento porcentual de las remuneraciones de la plana ejecutiva a través del tiempo es mayor en comparación con el aumento del salario mínimo del país, lo que podría implicar un diferencial salarial, privilegiando a los estamentos más altos de las organizaciones, lo que tendría como consecuencia una mayor brecha salarial entre los diferentes estamentos sociales en el país.

La segunda investigación (Capítulo nº3), se centró en el estudio de los determinantes que influyen en la fijación de las compensaciones ejecutivas. La pregunta de investigación nº2 desarrollada fue: ¿Los ejecutivos son compensados por su habilidad de gestión, vinculando sus pagos al rendimiento corporativo, logrando alinear los intereses de los accionistas con los del ejecutivo o, por el contrario, los pagos están vinculados al nivel de poder del ejecutivo, logrando extraer riqueza desde la compañía y no estarían vinculados a su habilidad de gestión, en el contexto de un mercado emergente?

Para ellos se contrastaron dos teorías, la teoría de agencia y la teoría del poder gerencial, abarcando diferentes perspectivas considerando la tensión entre ellas. La evidencia encontrada desde la teoría de agencia destaca que a un mayor nivel de esfuerzo (mejor ROA corporativo) por parte de la plana ejecutiva, esto se vería premiado con un mayor nivel de pago (Kayani y Gan, 2022; Wang et al., 2021; Bhuyan et al., 2020; Bin et al., 2020; Sheikh et al., 2018). Se encontró que las variables de gobiernos corporativos, no son relevantes al fijar las compensaciones, este hallazgo, se podría interpretar como la no existencia del problema de agencia tipo I, sino, que podría existir un problema de agencia tipo II, donde el conflicto podría estar entre los diferentes tipos de accionistas (controladores y minoritarios). El problema de agencia tipo II está relacionado con los países donde existe una débil protección hacia el inversionista y mercados donde hay una alta concentración de la propiedad dentro de las compañías, como es el caso del mercado chileno.

Desde el punto de vista de la teoría del poder gerencial, el hallazgo principal sugiere que a un mayor vínculo con los fundadores o ejecutivos de la compañía, el nivel de compensaciones pagados a los CEO es mayor (Ntim et al., 2019; Zhang et al., 2016; Finkelstein, 1992). Además, se encontró que el poder de propiedad se ha traspasado desde los fundadores hacia los parientes, esto se podría explicar, por la existencia de un alto grado de concentración de propiedad. De esta manera las familias fundadoras pueden mantener el control dentro de la propiedad. En este sentido, Granovetter (1973) argumentó que los sistemas sociales son eficientes cuando se caracterizan por lazos débiles (gente conocida). Por otro lado, los lazos fuertes, o sea, las relaciones cercanas (familiares y amigos), evitan que la información se extienda a partes distantes de su red.

La dimensión del poder de experto sugiere que mientras más cargos previos tenga una persona en la compañía previo a ser CEO, su nivel de remuneraciones es menor. Esto se podría explicar, ya que, cuando las compañías realizan un proceso de reclutamiento externo para el cargo de CEO y con la finalidad de atraerlo hacia la nueva compañía, este es recompensado con una mayor remuneración. El aumento de habilidades demandadas por el mercado, mejora las opciones externas de los ejecutivos y les permite a los gerentes capturar una mayor porción de remuneraciones desde las empresas (Murphy y Zabochnik 2004, 2007; Frydman 2007).

La tercera investigación (Capítulo nº4) tiene como objetivo investigar sobre el efecto del desempeño relativo de las demás empresas de la industria y si estos influyen en los niveles del pago ejecutivo. La pregunta de investigación nº3 desarrollada fue: ¿Las compensaciones ejecutivas, están siendo impulsados por factores exógenos a la gestión ejecutiva, compensando a los ejecutivos por el rendimiento de la industria, y no por el rendimiento de la compañía, en el contexto de un mercado emergente?.

Para ello, se utiliza la teoría de la evaluación del desempeño relativo, medido por el rendimiento de la industria, investigando si los competidores de la industria tienen alguna influencia en los niveles de rendimiento corporativo y en los pagos hacia los ejecutivos. Entre los principales hallazgos se encontró que las compensaciones ejecutivas están influenciadas por el desempeño de sus pares en la industria (Bizjak et al., 2022; Bakke et al., 2020; Gopalan et al., 2010). Por lo cual, un aumento en el rendimiento de los competidores en la industria tendría como consecuencia una disminución en las compensaciones de la plana ejecutiva de las compañías. Esto es destacable debido a que, de acuerdo con la teoría de agencia, al contar con un contrato óptimo, el cual premia el esfuerzo sobre variables controlables por los ejecutivos, este coeficiente debería ser igual a cero, el cual de acuerdo con nuestro análisis es diferente. Además, se encontró que la medida de rendimiento ROA residual es significativa y tiene un impacto positivo sobre las compensaciones. Lo que nos sugiere que mientras mayor sea la brecha entre el rendimiento corporativo y el de su sector industrial, mayor sería el nivel de recompensa hacia los ejecutivos.

La evidencia encontrada sugiere que la teoría de agencia no explicaría tan claramente las compensaciones de los ejecutivos, debido a que bajo este enfoque el efecto del ROA residual debería ser muy bajo, ya que, se estaría pagando por el rendimiento de la compañía, y en este caso les están pagando por lo que superan a la industria en desempeño. Concluyendo la existencia de factores externos que inciden en los rendimientos de la compañía, esta evidencia ayuda a comprender el puzle de las compensaciones. De esta manera, la evidencia está alineada con investigaciones previas (Davis y Hausman, 2020; Chiu et al., 2016).

## **5.1 *Implicancias teóricas de la tesis***

La tesis doctoral desarrollada, sugiere que el fenómeno de los niveles de pagos hacia los ejecutivos, puede ser analizado considerando diferentes marcos teóricos, logrando de esta manera una mejor comprensión de los determinantes que influyen al momento de definir un sistema de incentivos y al momento de fijar las compensaciones ejecutivas. Las contribuciones teóricas de la tesis doctoral se detallan a continuación.

Primero, la tesis contribuye al debate y a la comprensión del fenómeno de los pagos ejecutivos en un contexto de mercado emergente. Para ello, se utilizan diferentes enfoques teóricos desarrollados previamente en la literatura: teoría de agencia (Jensen y Murphy, 1990; Ozkan, 2011; Li et al., 2016; Hassen y Militaire, 2020), teoría del poder gerencial Tushman y Romanelli, 1983; Finkelstein, 1992; Chen et al., 2011; Göx, y Hemmer, 2020) y la teoría de la evaluación del desempeño relativo (Holmstrom, 1979; Diamond y Verrecchia, 1982; Gibbons y Murphy, 1990; Bizjak, Kalpathy, Li y Young, 2022). Junto a ello, se utilizan variadas metodologías para identificar diversos conductores que influyen en los montos de los pagos ejecutivos. Se contribuye a la literatura con un foco en los mercados emergentes, donde es difícil tener acceso a la información de las compensaciones de los ejecutivos (Fan et al., 2011), por tal motivo, se desarrolló y utilizó una base de datos exclusiva para esta investigación.

En segundo lugar, se contribuye mediante una revisión de la literatura relevante del área, contrastando diversas teorías (agencia, poder y desempeño relativo). Además, se presenta una descripción de las características del sistema de compensaciones de ejecutivos en una economía emergente. Identificando sus principales particularidades, que la diferencian de otro tipo de mercados (desarrollados).

Tercero, desde el enfoque de la teoría de agencia, esta teoría no explicaría tan claramente las compensaciones de los ejecutivos en el mercado emergente de Chile. Por lo cual, existirían otras teorías (poder y desempeño relativo) que complementan la comprensión del fenómeno (considerando otras piezas para armar el puzle) (Wang et al., 2021; Akram et al., 2019; Van Essen et al., 2015).

Para finalizar, la tesis contribuye a la literatura desde la teoría del poder gerencial, destacando que en la economía emergente de Chile donde existe una alta concentración de propiedad (Espinoza, 2009; Lefort y Walker, 2000; Majluf et al., 1998) las variables del poder gerencial explicarían el nivel de compensaciones. Por lo cual, los vínculos familiares serían importantes (Foong y Lim, 2022; Ntim et al., 2019 ; Finkenstein, 1992). en las corporaciones en el mercado emergente estudiado, lo que podría ser utilizado como un mecanismo de retención del poder desde el inversionista controlador. Desde la teoría del pago por desempeño relativo, se evidencia que las compensaciones ejecutivos, son influenciadas por el rendimiento relativo a sus pares (Bizjak et al., 2022; Bell et al., 2021; Drake y Martin, 2020).

## **5.2 *Implicancias prácticas de la tesis***

La tesis tiene implicancias en la práctica, primero los estudios pueden ser considerados para que los *stakeholders* puedan comprender la forma de estructuración de los sistemas de compensaciones ejecutivas en la economía emergente de Chile. En segundo lugar, los estudios entregan a los equipos de directivos y comités (quienes diseñan los sistemas de compensaciones en las corporaciones) lineamientos y evidencia sobre qué tipo de variables (determinantes) se deberían considerar al momento de diseñar los incentivos (variables de rendimiento corporativo, poder gerencial y el rendimiento de la industria). Las variables que se recomiendan utilizar al momento de diseñar un sistema de compensaciones ejecutivas, considerando la evidencia encontrada en la economía emergente de Chile son: la variable de rendimiento ROA, tamaño, endeudamiento, oportunidades de crecimiento. Además, se debe considerar la existencia de características de los ejecutivo y su poder, como el vínculo con los fundadores o controladores de la compañía. La existencia de factores exógenos a la habilidad de gestión del ejecutivo tiene una implicancia que se debe tener en cuenta, entre estos factores se detectaron que los movimientos de la industrial (sus pares) y sus características con importantes.

Finalmente, la tesis entrega información relevante, proponiendo ajustes normativos a las instituciones reguladoras para lograr un mejoramiento de la información de compensaciones declaradas por las empresas. Para ello, los reguladores podrían considerar la información

desarrollada en el Capítulo nº2 para revisar con mayor detalle el pago por rendimiento de los ejecutivos. Por otro lado, recomendamos entregar información desagregada de las compensaciones de los principales ejecutivos, así como estandarizar la unidad de moneda en que se presenta esta información, con la finalidad de entregar una mayor transparencia de la información.

### **5.3 *Limitaciones y futuras líneas de investigación***

Para el desarrollo de futuras investigaciones, se recomienda la extensión de la muestra, con la finalidad de comprender desde una perspectiva más generalizada la comprensión del fenómeno de las compensaciones ejecutivas y sus determinantes. Debido a que la muestra utilizada, abarca solo empresas chilenas indizadas al índice IPSA, por lo cual, se podría abarcar más empresas desde el índice IGPA, aumentando la cantidad de empresas de cada industria. En este sentido, extender la muestra nos abre la oportunidad de estudiar el efecto de los shocks económicos y globalización, y como éstos podrían tener alguna implicancia en las compensaciones ejecutivas (Liu et al., 2021; Ma y Ruzic, 2020; Sonenshine et al., 2016).

Adicionalmente, se cree atractivo incorporar datos desde otros países emergentes, con la finalidad de comparar sus resultados, logrando una comprensión de los determinantes de los pagos ejecutivos en entornos emergentes, mediante diferentes enfoques teóricos. Se considera necesario incluir diferentes mercados, debido a sus diversas estructuras, entregando información para una mejor comprensión del fenómeno de las compensaciones (Harjanti y Farhan, 2022; Ferry et al., 2021; Dias et al., 2020; Sheikh et al., 2017), desarrollando nueva evidencia e información relevante para esta línea de investigación.

## Referencias

- Abowd, J. M. (1990). Does performance-based managerial compensation affect corporate performance? *ILR Review*, 43(3), 52-S.
- Adams, Renee, Heitor Almeida, and Daniel Ferreira. (2005), Powerful CEOs and their impact on corporate performance, *Review of Financial Studies* 18, 1403–1432.
- Adıgüzel, H. (2013). Corporate governance, family ownership and earnings management: Emerging market evidence. *Accounting and Finance Research*, 2(4), 17-33.
- Al-Shammari, H. A. (2021). CEO compensation and firm performance: The mediating effects of CEO risk taking behaviour. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1894893.
- Aggarwal, R. J., & Samwick, A. A. (1999). Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation: Theory and evidence. *Journal of Finance*, 54,1999–2043.
- Aggarwal, R., & Samwick, A. (1999). The Other Side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation. *Journal of Political Economy*, 107, 65–105.
- Alcaide Castro, M., Flórez Saborido, I., & Rodríguez Serrano, M. (2018). La retribución en España del principal ejecutivo de la empresa (CEO) y la teoría del poder directivo.
- Antle, R., & Smith, A. (1986). An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives. *Journal of Accounting Research*, 1-39.
- Akram, F. (2019). Assessing the effect of managerial power on firm performance through the perceptual lens of executive remuneration.

- Baiman, S., & Demski, J. S. (1980). Economically optimal performance evaluation and control systems. *Journal of Accounting Research*, 184-220.
- Baker, G. P., & Hall, B. J. (2004). CEO incentives and firm size. *Journal of Labor Economics*, 22(4), 767-798.
- Bakke, T. E., Mahmudi, H., & Newton, A. (2020). Performance peer groups in CEO compensation contracts. *Financial Management*, 49(4), 997-1027.
- Baltagi, B. H. (1995). *Econometric analysis of panel data* (Vol. 2). New York: Wiley.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation (No. w9068). *National bureau of economic research*.
- Beck, D., Friedl, G., & Schäfer, P. (2020). Executive compensation in Germany. *Journal of Business Economics*, 90(5), 787-824.
- Becker, B. (2006). Wealth and executive compensation. *The Journal of Finance*, 61(1), 379-397.
- Bell, B., Pedemonte, S., & Van Reenen, J. (2021). Ceo pay and the rise of relative performance contracts: A question of governance?. *Journal of the European Economic Association*, 19(5), 2513-2542.
- Bennett, B., Bettis, J. C., Gopalan, R., & Milbourn, T. (2017). Compensation goals and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 124(2), 307-330.
- Bertrand, M. and S. Mullainathan, 2001, "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are," *Quarterly Journal of Economics* 116, 901-932

Biblioteca del Congreso Nacional, Chile. <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=29473>

Bin, L., Chen, J., & Ngo, A. X. (2020). Revisiting executive pay, firm performance, and corporate governance in China. *Economics, Management and Financial Markets*, 15(1), 9-32.

Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Naveen, L. (2008). Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? *Journal of Financial Economics*, 90, 152–168.

Bizjak, J. M., Kalpathy, S. L., Li, Z. F., & Young, B. (2022). The Choice of Peers for Relative Performance Evaluation in Executive Compensation. Available at SSRN 2833309.

Bouma, N. (2021). The effect of power and institutions on CEO compensation in an European perspective.

Bouteska, A., & Mefteh-Wali, S. (2021). The determinants of CEO compensation: new insights from United States. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), 663-686.

Brass, D. J. (1984). Being in the right place: A structural analysis of individual influence in an organization. *Administrative science quarterly*, 518-539.

Brunello, G., Graziano, C., & Parigi, B. (2001). Executive Compensation and Firm Performance in Italy. *International Journal of Industrial Organization*, 19, 133– 161.

Bryan, S., Hwang, L., & Lilien, S. (2000). CEO stock-based compensation: An empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants. *The Journal of Business*, 73(4), 661-693.

Bhuyan, R., Butchey, D., Haar, J., & Talukdar, B. (2020). CEO compensation and firm performance in the insurance industry. *Managerial Finance*, (ahead-of-print).

- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1-31.
- Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., & Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review*, 28(1), 90-103.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *economica*, 4(16), 386-405.
- Canyon, M. J., & Peck, S. I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Crozier, M. (1964). 1964 The bureaucratic phenomenon. Chicago: *University of Chicago Press*.
- Chen, J., Ezzamel, M., & Cai, Z. (2011). Managerial power theory, tournament theory, and executive pay in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1176-1199.
- Chen, D., Liang, S., & Zhu, P. (2012). Relative performance evaluation and executive compensation: Evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 5(2), 127-144.
- Chen, C. and Hassan, A. (2022), "Management gender diversity, executives compensation and firm performance", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 30 No. 1, pp. 115-142

- Chen, G., Chittoor, R., & Vissa, B. (2021). Does nepotism run in the family? CEO pay and pay-performance sensitivity in Indian family firms. *Strategic Management Journal*, 42(7), 1326-1343.
- Chiu, H. H., Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Zhang, J. (2016). Macroeconomic fluctuations as sources of luck in CEO compensation. *Journal of business ethics*, 136(2), 371-384.
- D'Aveni, R. A. (1990). Top managerial prestige and organizational bankruptcy. *Organization Science*, 1(2), 121-142.
- Da Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Dalton, G. W., Barnes, L. B., & Zaleznik, A. (1968). The distribution of authority in formal organizations. *Boston: Harvard University, Division of Research, Graduate School of Business Administration*.
- Davis, L. W., & Hausman, C. (2020). Are energy executives rewarded for luck?. *The Energy Journal*, 41(6).
- De Angelis, D., & Grinstein, Y. (2020). Relative performance evaluation in CEO compensation: A talent-retention explanation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(7), 2099-2123.
- Dee, C. C., Lulseged, A., & Nowlin, T. S. (2005). Executive compensation and risk: The case of internet firms. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 80-96.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1982). Optimal managerial contracts and equilibrium security prices. *The Journal of Finance*, 37(2), 275-287.

- Dias, A., Vieira, V., & Figlioli, B. (2020). Tracing the links between executive compensation structure and firm performance: evidence from the Brazilian market. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Ding, S., Wu, Z., Li, Y., & Jia, C. (2010). Executive compensation, supervisory board, and China's governance reform: a legal approach perspective. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35(4), 445-471.
- Drake, K. D., & Martin, M. A. (2020). Implementing relative performance evaluation: The role of life cycle peers. *Journal of Management Accounting Research*, 32(2), 107-135.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1996). *The economic structure of corporate law*. Harvard University Press.
- Eaton, Jonathan, and Harvey Rosen. (1983), Agency, delayed compensation and the structure of executive remuneration, *Journal of Finance* 38, 1489–1505.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Espinosa Méndez, C. (2009). Estructura de propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, (43), 41-62.
- Fan, Joseph P.H., Wei, K.C. John, Xu, Xinzhong, 2011. Corporate finance and governance in emerging markets: a selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance* 17, 207–214.
- Farmer, M., Archbold, S., & Alexandrou, G. (2013). CEO compensation and relative company performance evaluation: UK evidence. *Compensation & Benefits Review*, 45(2), 88-96.
- Faulkender, M., Kadyrzhanova, D., Prabhala, N., & Senbet, L. (2010). Executive compensation:

- An overview of research on corporate practices and proposed reforms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 107-118.
- Ferry, L., He, G., & Yang, C. (2021). How do executive pay and its gap with employee pay influence corporate performance? Evidence from Thailand tourism listed companies. *Journal of Hospitality and Tourism Insights*.
- Fernández Méndez, C., Arrondo García, R., & Pathan, S. (2021). CEO pay and family firm heterogeneity: A behavioral agency model perspective. *BRQ Business Research Quarterly*, 23409444211051754.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505-538.
- Firth, M., Fung, P.M.Y., Rui, O.M., 2006. Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance* 12, 693–714.
- Foong, S. S., & Lim, B. L. (2022). Managerial ability and CEO pay of family firms in Malaysia: does family involvement in management matter?. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 1-27.
- FMI (2019). *Perspectivas de la economía mundial*. Fondo Monetario Internacional.
- Frydman, C. (2007). The evolution of the market for corporate executives across the twentieth century. *The Journal of Economic History*, 67(2), 488-492.
- Gabaix, X., Landier, A., & Sauvagnat, J. (2014). CEO pay and firm size: An update after the crisis. *The Economic Journal*, 124(574), F40-F59.
- Gallego, F., & Larrain, B. (2012). CEO compensation and large shareholders: Evidence from emerging markets. *Journal of Comparative Economics*, 40(4), 621-642.

- Garen, J. E. (1994). Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of political economy*, 102(6), 1175-1199.
- Garvey, G. T. and T.T. Milbourn, 2006, “Asymmetric Benchmarking in Compensation: Executives Are Rewarded for Good Luck but not Penalized for Bad”, *Journal of Financial Economics* 82, 197-225
- Garvey, G. T., & Milbourn, T. T. (2003). Asymmetric benchmarking in compensation: Executives are paid for (good) luck but not punished for bad. *Available at SSRN 392701*.
- Ghosh, A. (2006). Determination of executive compensation in an emerging economy. Evidence from India. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(3), 66-90.
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1990). Relative performance evaluation for chief executive officers. *ILR Review*, 43(3), 30-S.
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Does executive compensation affect investment?. *NBER Working Paper*, (w4135).
- Gibbons, R., & Murphy, K. J. (1992). Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence. *Journal of political Economy*, 100(3), 468- 505.
- Gomez-Mejia, L. R., Berrone, P., & Franco-Santos, M. (2010). Compensation and Organizational Performance: Theory, Research, and Practice: *M.E Sharpe Inc*.
- Gonenc, H., & Aybar, C. B. (2006). Financial crisis and firm performance: empirical evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 297-311.
- Gopalan, R., Huang, S., & Maharjan, J. (2021). The Role of Deferred Equity Pay in Retaining Managerial Talent. *Contemporary Accounting Research*, 38(4), 2521-2554.

- Gopalan, R., Milbourn, T., & Song, F. (2010). Strategic flexibility and the optimality of pay for sector performance. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 2060-2098.
- Göx, R. F., & Hemmer, T. (2020). On the relation between managerial power and CEO pay. *Journal of Accounting and Economics*, 69(2-3), 101300.
- Grabke-Rundell, A., & Gomez-Mejia, L. R. (2002). Power as a determinant of executive compensation. *Human Resource Management Review*, 12(1), 3-23.
- Granovetter, M. S. (1973). The strength of weak ties. *American journal of sociology*, 78(6), 1360-1380.
- Guay, W. R., Core, J. E., & Larcker, D. F. (2002). Executive equity compensation and incentives: A survey. Available at SSRN 276425.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats?. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691.
- Hambrick, D. C. (1981). Environment, strategy, and power within top management teams. *Administrative science quarterly*, 253-275.
- Hameed, A., Padgett, C., Clements, M. P., & Ullah, S. (2022) The choice of performance measures, target setting and vesting levels in UK firms' Chief Executive Officer equity-based compensation. *International Journal of Finance & Economics*.
- Hassen, R. B., & Militaire, M. A. A. (2020). The Impact of Corporate Social Responsibility on Executive Compensation. *Open Access Library Journal*, 7(08), 1.

- Hlaing, K. P., & Stapleton, A. (2022) A Literature Review on the Dual Effect of Corporate Tax Planning and Managerial Power on Executive Compensation Structure. *Accounting Perspectives*.
- Harjanti, W., & Farhan, A. (2022). CEO Compensation: A Brief Study from Indonesia. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 5(2), 13279-13288.
- Hickson, D. J., Hinings, C. R., Lee, C. A., Schneck, R. E., & Pennings, J. M. (1971). A strategic contingencies' theory of intraorganizational power. *Administrative science quarterly*, 216-229.
- Holmström, B. (1999). Managerial incentive problems: A dynamic perspective. *The review of Economic studies*, 66(1), 169-182.
- Holmstrom, Bengt, 1979, Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10, 74–91.
- Huang, Q., Jiang, F., Lie, E., & Que, T. (2017). The effect of labor unions on CEO compensation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 553-582.
- Janakiraman, S., Radhakrishnan, S., & Tsang, A. (2010). Institutional investors, managerial ownership, and executive compensation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 25(4), 673-707.
- Jaramillo Olivares, A., & Jaramillo, M. (2016). Crisis financiera del 2008: efecto en las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. *Revista mexicana de economía y finanzas*, 11(3), 161-177.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

- Jensen, M. C. (1998). Organization theory and methodology. *Accounting Review*, 58(2), 319-339.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990b). CEO incentives: It's not how much you pay, but how.
- Jiménez-Angueira, C. E., & Stuart, N. V. (2010). CEO bonuses, relative performance evaluation, and pay-for-luck. *Available at SSRN 1691154*.
- Jin, L. (2000). CEO Compensation, Risk Sharing, and Incentives: Theory and Empirical Results. *Cambridge: Massachusetts Inst. Tech*.
- Joura, E., Xiao, Q., & Ullah, S. (2022). The moderating effects of CEO power and personal traits on say-on-pay effectiveness: Insights from the Anglo-Saxon economies. *International Journal of Finance & Economics*.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of banking & Finance*, 22(4), 371-403.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of financial Economics*, 58(1-2), 141-186.
- Joskow, P. L., & Rose, N. L. (1994). CEO pay and firm performance: dynamics, asymmetries, and alternative performance measures (No. w4976). *National Bureau of Economic Research*.

- Kato, T., & Kubo, K. (2006). CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay. *Journal of the Japanese and International Economies*, 20(1), 1-19.
- Kayani, U. N., & Gan, C. (2022). Executive Compensation and Firm Performance Relationship. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 25(01), 2250008.
- Keister, L. A. (1998). Engineering growth: Business group structure and firm performance in China's transition economy. *American journal of sociology*, 104(2), 404-440.
- Keller, W., & Olney, W. W. (2021). Globalization and executive compensation. *Journal of International Economics*, 129, 103408.
- Kline, P. (2008). Understanding sectoral labor market dynamics: An equilibrium analysis of the oil and gas field services industry.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes y A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, vol. 54, núm. 2, pp. 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lam, K. C., McGuinness, P. B., & Vieito, J. P. (2013). CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese-listed enterprises. *Pacific-Basin Finance Journal*, 21(1), 1136-1159.
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M., 1994. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political. Economics*. 102, 1248–1280.
- Lefort, F., & Walker, E. (2000). Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: Facts and hypotheses for governance. *Revista Abante*, 3(1), 3-27.

- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Leonard, J. S. (1990). Executive pay and firm performance. *ILR Review*, 43(3), 13-S.
- Levinthal, D. (1988). A survey of agency models of organizations. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 9(2), 153-185.
- Li, F., Li, T. and Minor, D. (2016), "CEO power, corporate social responsibility, and firm value: a test of agency theory", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 12 No. 5, pp. 611-628.
- Li, Z., Ryan Jr, H. E., & Wang, L. (2021). Pay for outsiders: Incentive compensation for nonfamily executives in family firms. *Contemporary Accounting Research*, 38(2), 1139-1176.
- Li, M.-Y. L., Yang, T.-H., & Yu, S.-E. (19 JAN 2015). CEO Stock-Based Incentive Compensation and Firm Performance: A Quantile Regression Approach. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 26(1), 39-71.
- Majluf, S. (1998). Governance and ownership structure in chilean economic groups.
- Ma, L., & Ruzic, D. (2020). Globalization and top income shares. *Journal of International Economics*, 125, 103312.
- Marimuthu, F., & Kwenda, F. (2019). The relationship between executive remuneration and financial performance in South African State-owned entities. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-18.

- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184.
- Ministerio de Hacienda, Chile. <https://www.hacienda.cl/glosario/pib.html>
- Mintzberg, H. (1983). The power game and the players. *Classics of organization theory*, 4, 412-419.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of financial economics*, 64(2), 215-241.
- Morse, A., Nanda, V., & Seru, A. (2011). Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?. *The Journal of Finance*, 66(5), 1779-1821.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 11-42.
- Murphy, K. J. (1986). Incentives, learning, and compensation: A theoretical and empirical investigation of managerial labor contracts. *The Rand Journal of Economics*, 59-76.
- Murphy, K. J., & Zabojnik, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American economic review*, 94(2), 192-196.
- Murphy, K. J., & Zabojnik, J. (2007). Managerial capital and the market for CEOs. Available at SSRN 984376.
- Nam, J. (2020). Financial reporting comparability and accounting-based relative performance evaluation in the design of CEO cash compensation contracts. *The Accounting Review*, 95(3), 343-370.

- Ntim, C. G., Lindop, S., Thomas, D. A., Abdou, H., & Opong, K. K. (2019). Executive pay and performance: The moderating effect of CEO power and governance structure. *The International Journal of Human Resource Management*, 30(6), 921-963.
- Oehmichen, J. (2018). East meets west—Corporate governance in Asian emerging markets: A literature review and research agenda. *International Business Review*, 27(2), 465-480.
- Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Zhang, J. (2008). Executive compensation and macroeconomic fluctuations. *Markets and compensation for executives in Europe*, 233-261
- Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Zhang, J. (2010). How to avoid compensating CEO for luck: the case of macroeconomic fluctuations.
- Oyer, P., & Shaefer, S. (2001). Why Do Some Firms Give Stock Options to All Employees? An Empirical Examination of Alternative Theories. *Stanford University, California*.
- Ozkan, N. (2011). CEO Compensation and Firm Performance: an Empirical Investigation of UK Panel Data. *European Financial Management*, 17(2), 260-285.
- Pathan, S., Haq, M., & Morgan, J. (2022). CEO Pay Gaps and Bank Risk-Taking. *European Accounting Review*, 1-30.
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2012). Did good corporate governance improve bank performance during the financial crisis?. *Journal of Financial Services Research*, 41(1-2), 19-35.
- Pita Fernández, S., & Pértegas Díaz, S. (2002). Investigación cuantitativa y cualitativa. *Cad aten primaria*, 9(76-8).
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.

- Prendergast, C. (2002). The Tenuous Trade-Off between Risk and Incentives. *The Journal of Political Economy*, 110(5), 1071-1102.
- Ramgath, W., & Bussin, M. H. (2022). Determinants of chief executive officers remuneration for Johannesburg Stock Exchange listed financial service organisations. *SA Journal of Human Resource Management*, 20, 11.
- Rath, C., & Deo, M. (2021). Does Firm Performance Impact Top-Level Executive Compensation in ESG Companies? Evidence from India. *Asian Journal of Accounting & Governance*, 15.
- Randoy, T., & Nielsen, J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6(57).
- Sahakiants, I., & Festing, M. (2019). The use of executive share-based compensation in Poland: Investigating institutional and agency-based determinants in an emerging market. *The International Journal of Human Resource Management*, 30(6), 1036-1057.
- Samaniego, N. (2009). La crisis, el empleo y los salarios en México. *Economía unam*, 6(16), 57-67.
- Selznick, P. (1957). Law and the Structures of Social Action.
- Song, W. L., & Wan, K. M. (2019). Does CEO compensation reflect managerial ability or managerial power? Evidence from the compensation of powerful CEOs. *Journal of Corporate Finance*, 56, 1-14.
- Schneider, T. I. (2021). Executive compensation and aspirational peer benchmarking. *Journal of Empirical Finance*, 62, 121-140.

- Shang, X., Luo, C., & Wen, Q. (2020). Do Chinese executives reward for luck?. *Economic Modelling*, 92, 318-325.
- Shaw, K. W., & Zhang, M. H. (2010). Is CEO Cash Compensation Punished for Poor Firm Performance? *The Accounting Review*, 85(3), 1065-1093.
- Shaw, W., H., (2006), "Justice, Incentives, and Executive Compensation", pp: 87-100, Kolb, R., W. (Ed), (2006), "The Ethics of Executive Compensation", *Blackwell Publishing*.
- Sheikh, A. U. H., Khalifa, M. A., & Zerguine, A. (2017, November). Compensation of per-energy capacity ratio degradation due to fading in femto-macro environment. In *2017 International Symposium on Wireless Systems and Networks (ISWSN)* (pp. 1-5). IEEE.
- Sheikh, M. F., Shah, S. Z. A., & Akbar, S. (2018). Firm performance, corporate governance and executive compensation in Pakistan. *Applied economics*, 50(18), 2012-2027.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*: W. Strahan and T. Cadell.
- Sonenshine, R., Larson, N., & Cauvel, M. (2016). Determinants of CEO Compensation before and after the Financial Crisis. *Modern Economy*, 16(7), 1455-1477.
- Steers, R. M., & Ungson, G. R. (1987). Strategic issues in executive compensation decisions. Balkin y Gómez-Mejía (1987) "New Perspectives on Compensation", *Englewood Cliffs*, Prentice Hall.

- Tushman, M. L., & Romanelli, E. (1983). Uncertainty, social location and influence in decision making: A sociometric analysis. *Management Science*, 29(1), 12-23.
- Unite, A. A., Sullivan, M. J., Brookman, J., Majadillas, M. A., & Taningco, A. (2008). Executive pay and firm performance in the Philippines. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(5), 606-623.
- Van Essen, M., Otten, J., & Carberry, E. J. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202.
- Vemala, P., Nguyen, L., Nguyen, D., & Kommasani, A. (2014). CEO compensation: Does financial crisis matter?. *International Business Research*, 7(4), 125.
- Wang, C., Zhang, S., Ullah, S., Ullah, R., & Ullah, F. (2021). Executive compensation and corporate performance of energy companies around the world. *Energy Strategy Reviews*, 38, 100749.
- Wang, X., Kang, C., Yin, Z., & Yue, W. (2021). Management Power or Board Power? Determinants of CEO Compensations of CEO Compensation Levels and Structure Based on a Meta-Analysis. *Transformations in Business & Economics*, 20.
- Weir, C., & Laing, D. (2000). The performance-governance relationship: The effects of Cadbury compliance on UK quoted companies. *Journal of management and governance*, 4(4), 265-281.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data* MIT press. Cambridge, MA, 108.

Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.

Zhang, X., Tang, G., & Lin, Z. (2016). Managerial power, agency cost and executive compensation—an empirical study from China. *Chinese Management Studies*.

Zoghلامي, F. (2021). Does CEO compensation matter in boosting firm performance? Evidence from listed French firms. *Managerial and Decision Economics*, 42(1), 143-155.

Zhu, X. (2021). The Impact of Real Earnings Management on Innovation: The Role of Top Executive Compensation. *Journal of Finance and Accounting*, 9(4), 138.