

EL EFECTO DE LOS CONFLICTOS DE AGENCIA EN LAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS A LOS ACCIONISTAS

El caso chileno*

*Fernando Lefort***

RESUMEN

En este artículo investigo si los coeficientes (*ratios*) de pago de dividendos de las compañías chilenas pueden explicarse por el grado de los conflictos potenciales de agencia entre los accionistas minoritarios y los que controlan la empresa. Utilizo el análisis de regresión de un panel de datos y un estudio de hechos para someter a prueba diferentes hipótesis relacionadas con el efecto de la gestión empresarial en las políticas de pago a los accionistas.

Los resultados muestran que en el contexto de una economía emergente, como la chilena, que presenta una alta concentración de la propiedad y una extendida utilización de conglomerados y estructuras piramidales, la teoría de la búsqueda de la renta para explicar los efectos de los problemas de agencia en las políticas de pago de dividendos parecen ser en particular pertinentes. Las compañías que presentan

* *Palabras clave:* conflictos de agencia, dividendos, gestión empresarial, conglomerados, Chile.
Clasificación JEL: G32, G10. Artículo recibido el 20 de junio de 2006 y aprobado el 30 de mayo de 2007 [traducción del inglés de Roberto Reyes-Mazzoni]. Este artículo es parte de un programa más amplio de investigaciones relacionadas con las prácticas de gestión empresarial en las sociedades por acciones (llamadas también corporaciones) en la América Latina, financiada en parte por el Programa de Redes de Investigación del BID. En el desarrollo de la investigación relacionada con los conflictos de agencia y las políticas de dividendos en Chile Diego Celedón, José Antonio Errandonea, Diego Biderman y Pablo Jerez escribieron sus tesis de licenciatura y proporcionaron ayuda sobresaliente en la investigación. Versiones anteriores de este artículo se beneficiaron de los comentarios de Alberto Chong, Florencio López-de-Silanes, Lorenzo Preve, Claudio Raddatz, Eduardo Walker y de dos dictaminadores anónimos de EL TRIMESTRE ECONÓMICO. Agradezco a Francisco Urzúa su valiosa ayuda en la investigación.

** Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica de Chile.

un grado más alto de coincidencia entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control tienden a tener políticas de dividendos más generosas. Por otra parte, los anuncios de dividendos inesperadamente altos que hacen compañías con un potencial mayor de conflictos de agencia presentan rendimientos anormalmente altos.

ABSTRACT

In this paper explores whether payout ratios of Chilean companies are explained by the extent of potential agency conflicts between controlling and minority shareholders. I use both panel data regression analysis and an event study to test different hypothesis related to the effect of corporate governance on payout policies. The results show that in the context of an emerging economy, such as Chile, that presents high ownership concentration and extensive use of conglomerates and pyramid structures, the rent-seeking theory of the effect of agency problems on payout policies seems to be especially relevant. Companies that present a higher degree of coincidence between cash flow rights and control rights tend to have more generous dividend policies. On the other hand, unexpectedly high dividend announcements made by companies with potentially higher agency conflicts present higher abnormal returns.

INTRODUCCIÓN

En los supuestos de los teoremas originales de Modigliani-Miller respecto a la no pertinencia, las políticas de dividendos son no pertinentes para el valor de la compañía y la riqueza de los accionistas. Sin embargo, en condiciones de información asimétrica, las políticas de dividendos pueden afectar la riqueza de los accionistas por diferentes razones. Por ejemplo, en el contexto del problema de agencia inherente a la empresa moderna por acciones (corporación), el compromiso de una compañía con una política de dividendos generosa puede ser percibido como una solución al bien conocido problema del flujo de efectivo libre, descrito por Jensen (1986).

En una economía emergente como la de Chile la mayoría de las compañías se caracterizan por un alto grado de concentración de la propiedad y la existencia de un accionista controlador. En muchos casos este último ejerce control sobre una lista de compañías relacionadas en lo que se conoce como un conglomerado o un grupo económico. En este tipo de estructuras empresariales, el accionista controlador ejerce un gran control en las decisiones

de la compañía, pero paga sólo por una fracción del costo en que incurre por sus decisiones. Esta situación genera un conflicto de agencia entre los accionistas controladores y los minoritarios, porque los primeros actúan como principales y a la vez que como agentes de los últimos.

En la bibliografía académica de la gestión empresarial en el caso de las compañías por acciones en las economías emergentes se ha argumentado convincentemente que el conflicto de agencia inherente a este tipo de compañías se traduce en un valor menor de la compañía debido a la expropiación potencial y de hecho de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas que controlan la compañía. Si los accionistas que la controlan reciben sólo una pequeña fracción de los fondos distribuidos como dividendos, buscarán maneras más atractivas para extraer efectivo de la compañía. En este contexto, existen bases para que se presente una relación entre los conflictos de agencia y las políticas de dividendos. Por una parte, La Porta *et al* (1998) han argumentado que una política de dividendos específica es resultado de la presión ejercida por los accionistas minoritarios para obligar a los del “círculo interno” (*insiders*) a pagar efectivo. Según esta opinión, la mayor protección de los inversionistas debe estar asociada con una política de pagos más generosa con los accionistas. Por otra parte, La Porta *et al* (1998) y Kathryn *et al* (1998) argumentan que la asociación puede ir en el sentido contrario, pues los del “círculo interno” pueden estar pagando altos dividendos para obtener una buena reputación. Así, los dividendos altos estarían funcionando como una política compensatoria a nivel de la empresa. En este caso, más y mejores derechos de los accionistas reducirían la necesidad de establecer una buena reputación individual.

En este artículo investigo si los coeficientes de pago de dividendos de las compañías chilenas pueden explicarse por el grado de los conflictos potenciales de agencia entre los accionistas minoritarios y los que controlan la empresa. Utilizo el análisis de regresión de un panel de datos y un estudio de hechos para someter a prueba diferentes hipótesis relacionadas con el efecto de la gestión empresarial en las políticas de pago a los accionistas. Con todo cuidado he comprobado que los resultados de las regresiones no se deban a la omisión de sesgos de las variables o a muestras o especificaciones particulares mediante amplias y detalladas revisiones.

Los resultados muestran que en el contexto de una economía emergente, como la chilena, que presenta una alta concentración de la propiedad y una extendida utilización de conglomerados y estructuras piramidales, la teoría

de la búsqueda de la renta para explicar los efectos de los problemas de agencia en las políticas de pago parece ser en particular pertinente. Las compañías que presentan un grado más alto de coincidencia entre los derechos del flujo de efectivo y los derechos de control tienden a tener políticas de dividendos más generosas. Por otra parte, los anuncios inesperados de dividendos altos que hacen compañías con un potencial mayor de conflictos de agencia tienen rendimientos anormalmente altos.

El caso chileno presenta por lo menos tres características interesantes que hacen que su estudio sea en particular importante en términos de recomendaciones de política para este y otros países de la región. Primero, la estructura de las empresas por acciones chilenas está caracterizada por una propiedad muy concentrada, el uso generalizado de estructuras piramidales para separar a los derechos del efectivo de los derechos del control, y a final de cuentas una “opaca” identificación de los propietarios. Segundo, desde el punto de vista legal, el sistema chileno tiene un origen en el derecho civil en el que casi no existen prácticas autorreguladoras en lo que se refiere a los mercados de capital, aunque recientemente se aprobó una enmienda a la Ley del Mercado de Valores y a la ley de sociedades u organizaciones por acciones, mejor conocida como la Ley OPA, con la finalidad de mejorar la gestión empresarial en Chile. Finalmente, el mercado chileno de capitales está relativamente desarrollado, con más de dos decenios de considerable participación por parte de los inversionistas institucionales.

Por lo anterior, este artículo contribuye a los escritos del tema proporcionando pruebas claras que apoyan la teoría de la búsqueda de la renta para el efecto de los problemas de agencia en las políticas de pago a los accionistas, en el contexto de una economía latinoamericana. Aunque otros escritos han dado un vistazo a esta hipótesis, éste es el primero que proporciona esta clase de pruebas para el caso chileno, y uno de los pocos que ofrece pruebas convincentes para una economía latinoamericana. El artículo también contribuye a las obras que tratan de manera general este tema al analizar con detalle el caso de una economía que presenta una concentración muy alta de la propiedad y una presencia abrumadora de los grupos económicos.

La estructura del artículo es la siguiente. La sección I proporciona una estructura conceptual para la hipótesis de trabajo empleada en este artículo. En la sección II describo brevemente el mercado de capitales chileno y su entorno institucional. En la sección III se describe el amplio proceso de recabación de datos y de compilación de los mismos. En la sección IV se analiza

empíricamente el efecto de los problemas de agencia en la política de pago a los accionistas, y en la v se trata del contenido informativo de los anuncios de dividendos en las compañías en que son más probables los conflictos de agencia. Finalmente se presenta las conclusiones.

I. MARCO CONCEPTUAL E HIPÓTESIS DE TRABAJO

1. Gestión de la empresa y política de pago de dividendos

Uno de los principales objetivos de las prácticas adecuadas de gestión de la empresa es el de compensar satisfactoriamente a los accionistas de la compañía. Por supuesto, los pagos de dividendos constituyen un componente importante de la compensación a los accionistas, aunque, en los supuestos de los teoremas de no pertinencia originales de Modigliani-Miller, las políticas de dividendos no son importantes para el valor de la compañía y la riqueza de los accionistas. No obstante, en condiciones de información asimétrica, se pueden presentar varias hipótesis para relacionar las prácticas de gestión empresarial y la política de pagos en el contexto del problema de agencia inherente a una empresa moderna por acciones.

Según la teoría estándar del “flujo de efectivo libre” de Jensen (1986), las grandes obligaciones por intereses de la empresa reducirán la cantidad de fondos disponible para que los del círculo interno los inviertan en proyectos cuyo valor neto presente es negativo. Puede ocurrir que una política generosa de dividendos bien establecida sea considerada como una opción al acuerdo de una gran deuda con un interés alto con el fin de reducir los flujos de efectivo libres en la compañía. En ese caso, los mercados de capital, a diferencia de los mercados financieros, ejercerían un papel supervisor del problema de agencia en el sentido en que usa el término Easterbrook (1984). Puntos de vista más recientes de la relación entre los problemas de agencia y las políticas de pago a los accionistas han tomado como punto partida esta teoría estándar de “los flujos de efectivo libres”, y a veces se hace referencia a ellas como teorías de las políticas de dividendos que pertenecen a la familia de las teorías de búsqueda de la renta (Gugler y Yurtoglu, 2002).

Hay dos puntos de vista principales de la teoría de la búsqueda de la renta de las políticas de dividendos. Por una parte, La Porta *et al* (1998) han argumentado que una política de dividendos específica es resultado de la presión ejercida por los accionistas minoritarios para obligar a los del círculo inter-

no a pagar efectivo. Según esta opinión, una mayor protección del inversor obtenida mediante mecanismos externos o internos, debe ir asociada con una política más generosa de pagos a los accionistas. Por lo anterior, las buenas prácticas de gestión empresarial el país en términos, digamos, de una adecuada protección legal, pueden estar asociadas, en promedio, con mayores pagos de dividendos. La Porta *et al* (1998) encontró pruebas que apoyan esta hipótesis. En el contexto de este artículo, se puede presentar la misma hipótesis con respecto al efecto de las prácticas de gestión empresarial en las compañías. Aquí la hipótesis sería que las compañías que presentan menos problemas potenciales de agencia tenderían a compensar mejor a los accionistas y, por tanto, presentarían tasas más altas de pagos de dividendos.

Por otra parte, La Porta *et al* (1998) y Kathryn *et al* (1998) argumentan que la asociación entre la mala gestión empresarial y los problemas potenciales de agencia por una parte, y los pagos de dividendos por la otra, podrían interactuar en sentido inverso. La idea es que las personas del círculo interno en compañías con mala gestión empresarial y numerosos conflictos de agencia estarían dispuestas a pagar dividendos altos con la finalidad de indicar sus buenas intenciones y obtener una buena reputación en el mercado. Así, los dividendos altos actuarían como una política compensatoria de la empresa. En este caso, más y mejores derechos de los accionistas de la compañía reducirían la necesidad de establecer una buena reputación individual; esto implica dividendos más bajos.

Teorías más tradicionales de la pertenencia de las políticas de dividendos en condiciones de información asimétrica hacen hincapié en la significativa importancia de las políticas de pagos como indicadores con respecto a los futuros flujos de efectivo en la compañía. Un ejemplo de esta línea de pensamiento es la de Barhati, Gupta y Nanisetty (1998), quienes muestran la manera en que es posible que los del círculo interno usen las políticas de dividendos para dar señales al mercado en lo que se refiere a las perspectivas de ganancias futuras de la compañía. Una teoría relacionada de los determinantes de la política de dividendos es la teoría de la atención o servicio (Baker y Wurgler, 2004) que está relacionada con la presencia de inversionistas que no están informados y la existencia de una prima en las acciones motivada por los dividendos.

Incluso teorías más tradicionales de las políticas de dividendos, como la teoría del clientelismo, se basan en argumentos diferentes de la información asimétrica, como las ventajas en impuestos, para explicar las diferencias en

las tasas de pagos de dividendos entre las diversas compañías. Puesto que son bien conocidas, sólo me referiré brevemente a ellas en el contexto de la especificación del modelo empírico en las secciones siguientes.

2. Problemas de agencia en las economías emergentes

Ahora sabemos bien que, al contrario de lo que se piensa popularmente, la empresa “estándar” de Bearle y Means (1936) caracterizada por la propiedad dispersa es un fenómeno raro en la mayoría de las economías (LLSV, 1999). En realidad, la mayoría de las empresas en las economías emergentes están relacionadas de una u otra manera con un grupo o conglomerado económico que ejerce un férreo control de la compañía y es propietario de una gran parte de sus acciones.

Como consecuencia, un número cada vez mayor de obras del tema de la gestión y estrategia empresariales ha desplazado su enfoque alejándolo del problema acostumbrado de agencia entre gerentes y accionistas dispersos para favorecer el examen de la relación entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios. Esto es de particular importancia en el caso de las economías emergentes como Chile. Se ha argumentado que las estructuras concentradas o los grupos económicos están predisuestos a realizar inversiones ineficientes y a generar la expropiación de los accionistas minoritarios, en particular cuando los accionistas controladores de estos grupos ejercen el control mediante mecanismos complejos como los esquemas piramidales, tenencias cruzadas y acciones duales. En esos casos, el problema de agencia es exacerbado porque, por una parte, la concentración de la propiedad aísla al controlador del mercado, y por otra el control lo ejerce un accionista que tiene una fracción relativamente pequeña de los derechos de flujo de efectivo (véase Bebchuk, 1999; Bebchuk *et al*, 2004, y Wolfenzon, 1999). Una lista incompleta de estudios que analizan el efecto de los conglomerados en la gestión empresarial y en el desempeño de las empresas en las economías emergentes incluye los de Khanna y Palepu (1999), Ghemawat y Khanna (1998), Lefort y Walker (2000a, 2000b, 2006) y Lefort (2004) para el caso de Chile; Valadares y Leal (2000) para Brasil; Castañeda (2000) para México; Khanna y Palepu (1999a, b, c) para India, y Claessens *et al* (1999, 2000) para la mayoría de las economías del Asia Oriental (y Chile).

Es interesante que muchos de estos estudios reconocen que una de las características más notorias de los conglomerados en las economías emergen-

tes es que persisten en el tiempo y pueden adaptarse a la mayoría de las situaciones cambiantes. Khanna y Palepu (1999) para India y Chile, y Lefort y Walker (2000a) para Chile han mostrado que los conglomerados han sido capaces de crecer y aumentar su campo y sus prácticas de autointermediación, incluso en tiempos de grandes reformas económicas y desregulaciones. Esta clase de pruebas ha servido de apoyo a un punto de vista más favorable de los conglomerados en las economías emergentes, sugiriendo que los grupos económicos son una manera eficiente y natural para que las empresas traten con mercados de capital imperfectos, instituciones débiles, corrupción y otras imperfecciones que plagan a las economías emergentes.¹ En este contexto, los grupos económicos surgen para llenar (o aprovechar) los vacíos dejados por instituciones débiles. En particular, entre otras “sinergías” financieras y operativas, los mercados de capital internos, esto es, la sede central de la asignación de fondos a las diferentes unidades de negocios del conglomerado, crea valor en un mundo restringido por el crédito (véase Stein, 1989).

En el contexto de una economía emergente, como Chile, que presenta alta concentración de la propiedad y uso extensivo de conglomerados y estructuras piramidales, la teoría de la búsqueda de renta en el efecto de los problemas de la agencia de las políticas de pagos a los accionistas parece ser particularmente pertinente. Los accionistas grandes y con el control tienen los incentivos y el poder para extraer del control beneficios privados a costas de los accionistas minoritarios, porque reciben todos los beneficios, pero sólo soportan una fracción del costo. En ese contexto, un pago por dividendos garantiza un trato igual a todos los accionistas. Gugler y Yurtoglu (2002) presentan la hipótesis de que, al considerar a los pagos de dividendos desde el punto de vista de la teoría de la búsqueda de renta, un incremento de los dividendos implica que hay menos efectivo disponible para expropiar y por tanto hay un rendimiento anormalmente positivo. Sus resultados apoyan esta hipótesis, puesto que las reducciones de los dividendos en las compañías que tienen mayor concentración de la propiedad generan mayores efectos negativos de la riqueza.

3. Otros estudios empíricos

Otros estudios han sometido a prueba la hipótesis de búsqueda de renta de los dividendos. Con base en la hipótesis general enunciada por La Porta *et*

¹ Véase Khanna y Palepu (1997).

al (2000), varios estudios han observado la evidencia empírica. Faccio *et al* (2001), Maury y Pajuste (2002) y Gugler y Yurtoglu (2002) sometieron a prueba esta hipótesis para casos de compañías de la Europa Occidental, Asia, Finlandia y Alemania. Por lo general, las pruebas apoyan la hipótesis e incidan que las empresas que tienen un accionista con un control fuerte presentan coeficientes menores de pago. Este efecto es mitigado cuando hay un segundo grupo de accionistas fuerte en la compañía. Además, Dewenter y Warther (1998) comparan las políticas de dividendos de las empresas estadounidenses y de las japonesas, estudiando la correlación entre los cambios en los dividendos y el rendimiento de las acciones. Encuentran que, en realidad, los conflictos de agencia afectan a las políticas de dividendos, pero que las empresas estadounidenses enfrentan más conflictos de agencia que las compañías japonesas *keiretsu*.

Hay poco estudios recientes de los efectos de las estructura de la empresas por acciones en los coeficientes de pago en la América Latina. En general, la falta de disponibilidad de datos ha impedido la proliferación de estudios. Sin embargo, Arce y Robles (2005) para el caso de Costa Rica, Bebczuk (2005) para Argentina y Leal y Carvalhal-da-Silva (2005) para Brasil han estudiado la relación entre un índice de prácticas de gestión empresarial al nivel de las empresas y las políticas de pago. Lamentablemente, con excepción del estudio de Brasil, el número de observaciones disponible es muy pequeño y los resultados no son muy sólidos ante cambios en las especificaciones de los modelos y la inclusión de diferentes variables de control. En el caso de Brasil, Leal y Carvalhal-da-Silva (2005) no encontraron una relación significativa entre el pago de dividendos y el IGC (el índice de gestión corporativa construido por los autores), lo que, sugieren, puede deberse a la naturaleza endógena del índice de gestión corporativa.

II. EL AMBIENTE INSTITUCIONAL EN LO QUE SE REFIERE A LOS MERCADOS DE CAPITAL CHILENOS Y A LAS REGLAS DE LOS DIVIDENDOS

1. *Los mercados de capital chilenos: Un panorama*

El mercado de capital chileno está caracterizado por una alta capitalización del mercado y una baja rotación. En 2002 se comerciaron aproximadamente 250 acciones diferentes en el Mercado de Valores de Santiago, con un valor total de mercado de 60 mil millones de dólares, o sea 85% del PIB. No

obstante, el coeficiente de rotación es bajo y ha estado disminuyendo 7.5% de la capitalización del mercado. En 60% de las acciones que más se comercian, 68% de los valores lo tienen los accionistas controladores. La concentración es incluso mayor en el caso de acciones que se comercian menos. Por tanto, la flotación libre está en torno de 32% en el caso de las acciones que más se comercian y de 14% en general. Sin embargo, alrededor de 25% de la flotación libre está en manos de fondos de pensión internos que no comercian mucho con sus acciones. Otro 25% del valor del mercado que no está en posesión de los accionistas controladores es el de los recibos por depósitos. Por lo anterior, sólo entre 10 y 15% de las acciones emitidas se comercian generalmente en el mercado de valores del país.

Los grupos son la forma predominante de la estructura de las empresas por acciones en Chile. Lefort y Walker (2000b) muestran que alrededor de 70% de las compañías no financieras registradas en bolsa en Chile pertenece a uno de los casi 50 conglomerados que controlan, como grupo, 91% de los activos incluidos en las listas de compañías no financieras de Chile. No hay ninguna tendencia clara a la disminución en estas cifras. En Chile están prohibidas las tenencias cruzadas, y las acciones de dos clases, aunque permitidas, pocas veces son usadas por las empresas chilenas. Por mucho, la manera más común de separar los derechos de control de los derechos del flujo de efectivo en los conglomerados de Chile es por medio de sencillos esquemas piramidales. La Ley bancaria de 1986 impuso restricciones a préstamos relacionados y prohibió que los bancos fueran dueños de acciones de empresas. Estas reglamentaciones han disminuido notoriamente la importancia de los bancos para los conglomerados.

Por otra parte, los inversionistas institucionales son muy importantes en los mercados de valores chilenos. Los principales inversionistas institucionales son los gerentes de los fondos de pensión, con más de 35 mil millones en activos, y las compañías de seguros, que administran más de 12 mil millones en activos. Aunque a los fondos de pensiones se les permitió invertir en valores sólo a partir de 1985, durante los años noventa el valor de sus tenencias de acciones llegó a un máximo de más de 30% del valor total de mercado de los fondos de pensiones. Ya que el sistema de fondos de pensiones chileno es obligatorio y del tipo de “aportaciones definidas”, varias reglamentaciones del mercado de capitales han procurado el desarrollo de un mercado de capitales adecuado en que los fondos de pensiones puedan canalizar con seguridad y eficiencia los ahorros para el retiro. Además, las auto-

ridades han desarrollado instituciones supervisoras adecuadas que controlan el cumplimiento de esta estructura reguladora.

La Ley del mercado de valores y la Ley de las sociedades anónimas definen la estructura legal que rige los mercados de capital y las acciones de las compañías registradas en Chile. La mayor parte del cuerpo de leyes sobre las empresas y de la Ley de valores fue escrita en 1981. Ambas fueron enmendadas en 1989 y más profundamente en 1994. En fechas más recientes se enmendaron ambas leyes mediante la Ley núm. 19,705 del año 2000, a la que se conoce como Ley de ofertas públicas de adquisición (OPA) de acciones. En 2001 se enmendó nuevamente la Ley del Mercado de Valores. Aunque el sistema legal chileno sigue la tradición del derecho civil francés, la Ley del Mercado de Valores y la ley de las empresas por acciones se escribieron y reformaron con base en sus contrapartes en los Estados Unidos. Sin embargo, como el sistema judicial chileno no disfruta de la misma flexibilidad que existe en el derecho común (en su mayor parte el sistema de precedentes judiciales e interpretaciones en cada caso de la *Common Law* estadounidense), surgen algunas tensiones entre el espíritu de la ley y su aplicación. Además, persisten las grandes diferencias entre los Estados Unidos y Chile en la concentración de la propiedad, la liquidez del mercado y el cumplimiento de la ley, sin que pueda observarse ninguna convergencia.

2. El ambiente institucional en las políticas de dividendos

La Porta *et al* (1998) argumentan convincentemente que en el derecho civil de muchos países los requerimientos mínimos de dividendos son establecidos como un mecanismo compensatorio para garantizar una compensación adecuada a los inversionistas minoritarios en un ambiente con poca protección. En Chile, el artículo 79 de la Ley de Empresas por acciones requiere un pago de dividendos mínimo equivalente a 30% de las ganancias del periodo. Este mínimo sólo puede ser reducido por acuerdo unánime en una asamblea general de accionistas. Sin embargo, esa asamblea de accionistas puede aprobar un dividendo más alto.

Lo más común es que los dividendos sean aprobados y anunciados en las asambleas generales de abril como un dividendo definitivo pagado respecto a las utilidades del año pasado. Pero en muchos casos los dividendos se anuncian y pagan durante el mismo periodo con el nombre de dividendo

provisional. En esos casos, después del anuncio definitivo del dividendo en abril, la compañía pagará la diferencia entre la cantidad anunciada y la cantidad ya pagada durante el año de manera provisional.

III. FUENTES DE DATOS

1. *Datos*

He usado varias fuentes de datos. La contabilidad completa y la información financiera fueron proporcionados por la base de datos FECUS *plus* preparada por el mercado de valores de Santiago para todas las compañías en sus listas. En algunos casos fue necesario hacer contactos directamente con las empresas o usar otros registros públicos para completar la información faltante. La base de datos FECUS *plus* también proporciona información de los principales accionistas, los miembros de las juntas directivas y un conjunto de características de la empresa y de las políticas. Se obtuvo alguna información histórica del mercado para las compañías incluidas en la lista de *Economatica* o directamente del mercado de valores de Santiago. La SVS (el principal organismo supervisor) proporcionó datos de las actividades de las empresas corporativas e información material que se presenta al SVS. También usé bases de datos referentes a las estructuras de propiedad de los conglomerados chilenos tal como los elaboraron Lefort y Walker (2000b y 2006). En ese estudio puede encontrarse una descripción pormenorizada del procedimiento de consolidación de los conglomerados.

2. *Políticas de dividendos y coeficientes de pagos*

Para medir el efecto de las prácticas de gestión en las empresas por acciones y la protección de los inversionistas en las políticas de dividendos, uso los coeficientes de pago anuales en más de 200 compañías no financieras que aparecen en los registros de 1994 a 2002. Los datos se obtuvieron del FECUS *plus* y se complementaron usando *Economatica*.² Como indicador de la política de dividendos de la compañía usé la proporción entre los pagos de dividendos (incluidos los pagos que no fueron en efectivo) en el año t y las ganancias después de impuestos en el año $t - 1$. Usé esta medida tradicional,

² El coeficiente de pago de dividendos fue construido por Biderman y Jerez (2005) que lo proporcionaron al autor.

CUADRO 1. *Coeficiente de pago de dividendos*

(Resumen de estadísticas; porcentaje anual)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Media	53.6	49.6	44.7	38.0	34.8	32.1	36.7	34.7	36.6
Desviación estándar	37.4	32.7	34.6	34.7	33.4	33.7	37.5	33.7	44.7
Max.	153.8	144.7	120.3	136.9	126.1	128.3	138.3	119.3	157.9
Min.	0.0	0.0	30.9	38.0	21.4	57.1	4.6	60.8	85.0
	<i>Todas las compañías</i>			<i>Compañías afiliadas</i>			<i>Compañías no afiliadas</i>		
<i>Estadísticas por afiliación (porcentaje)</i>									
Media	39.1				42.6			31.5	
Desviación estándar	36.6				36.5			35.7	
Max.	157.9				153.8			157.9	
Min.	85.0				85.0			77.6	

aunque en muchas ocasiones los dividendos pagados pueden provenir de ganancias obtenidas en años diferentes.³

Como señalé líneas arriba, la ley chilena establece un requisito de dividendo mínimo de 30% de las ganancias anuales. La razón de esa medida compensatoria es proteger a la minoría de accionistas, como lo señalan La Porta *et al* (1997), e implica que los controladores chilenos tienen menos libertad para determinar y usar sus políticas de dividendos. En teoría, una compañía puede pagar menos de 30% de las ganancias si los accionistas votan unánimemente a favor durante una asamblea general de accionistas.⁴ Pero, en la práctica, una compañía puede pagar menos de 30% declarando el dividendo y posponiendo el pago.⁵ De aquí que, a pesar de la restricción legal, es posible observar coeficientes de pago efectivo menores que el 30% de las ganancias. Los coeficientes de pago pueden también ser negativos cuando las empresas pagan dividendos durante un año calendario, a pesar de ganancias negativas en el año anterior.

En el cuadro 1 se resumen los datos de dividendos recabados. Los coeficientes de pago en Chile fueron superiores a 53% en 1994, pero disminuyeron

³ En las obras acerca de las consecuencias de los sistemas de gestión empresarial en las políticas de dividendos, se acostumbra usar el coeficiente del pago de dividendos como la variable clave que refleja las políticas de dividendos (La Porta *et al*, 2000; Faccio *et al*, 2001; Gugler y Yurtoglu, 2003). La razón de esta elección es que, a diferencia del caso del rendimiento de dividendos, los pagos de dividendos pueden ser elegidos efectivamente por la compañía y no dependen de manera directa de los precios del mercado, por lo que reflejan de mejor modo el deseo de distribuir efectivo por la compañía.

⁴ Ley de mercado de valores, regla 79.

⁵ La ley de sociedades anónimas, regla 84, establece que si se pospone el pago de un dividendo, la cantidad que se paga finalmente debe ser ajustada por la inflación y el interés.

ron constantemente a 36% en 2002. Hay una amplia dispersión de los coeficientes de pagos en nuestra muestra, con algunas compañías que pagaron más de 50% de las ganancias del año anterior. El cuadro también muestra que las compañías afiliadas a un conglomerado tienen en promedio coeficientes de pago más altos que las empresas no afiliadas.

IV. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS EFECTOS DE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA EN LAS POLÍTICAS DE PAGO

La investigación empírica de la gestión empresarial aumentó considerablemente como secuela de los trabajos seminales de LLSV durante el decenio de 1990. El estudio original investigó si los acuerdos legales específicos relacionados con la protección del inversionista en diferentes países afectaban el desarrollo de los mercados de capital. Este artículo se centra en un tema relacionado. Con base en Lefort y Walker (2006) estudio el efecto de algunas características de la gestión de empresas a nivel de la compañía dentro de un solo país en las políticas de pago de dividendos de esas empresas. Como se analizó líneas arriba, este tema es importante para los inversionistas con el fin de evaluar el efecto de los problemas de agencia en los flujos de efectivo reales pagados por las compañías. En términos empíricos, Lefort y Walker (2006) encontraron que, en el caso de Chile, las compañías que presentaban un mayor grado de coincidencia entre los derechos del flujo de efectivo y los de control en manos de los accionistas controladores eran las más valoradas en el mercado. Se interpretó que este hallazgo apoyaba la hipótesis de que las compañías que presentan menos conflictos de agencia y, por tanto, menos incentivos para la expropiación de los accionistas eran más valoradas por el mercado. En este artículo, presento una conjectura a partir de una versión de la hipótesis de la búsqueda de renta en el contexto del problema de agencia entre los accionistas minoritarios y los controladores: si otras variables no cambian, los accionistas controladores de las compañías que presentan menos conflictos de intereses tenderán a pagar mayores dividendos.

A medida que un número cada vez mayor de estudios empíricos ha intentado evaluar este tipo de problemas, ha mejorado nuestra comprensión de las dificultades que implica la tarea. Incluso si las mediciones del problema de agencia en la empresa se correlacionan con los coeficientes de pago, no podemos estar seguros de que la existencia de problemas de agencia en la empresa sea la causa de que ésta aplique una política de dividendos más gene-

rosa. Otras explicaciones relacionadas con diferentes maneras de endogeneidad y sesgos omitidos en las variables pueden también ser congruentes con esos hallazgos empíricos.

En esta sección del artículo hago análisis de regresión de las medidas de la política de pagos de la empresa en los indicadores de la gestión empresarial en la compañía y una serie de variables de control. El modelo empírico intenta captar la hipótesis anteriormente analizada con respecto a la estructura de control de la compañía, la extensión del problema de agencia en la empresa y la política de pagos de la compañía. El modelo empírico es, por tanto, del tipo:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1(dgroup_{it}) + \beta_2(DAfp_{it}) + \beta_3(coincid_{it}) + ZF_{it} + \beta_4 ZG_{it} + \beta_5 dummies_{it} + \epsilon_{it}$$

en que y : un indicador a nivel de la empresa del coeficiente de pago de dividendos; $dgroup$: afiliación a un conglomerado, variable ficticia; $coincid$: grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los de control en la empresa; $DAFP$: variable ficticia, fondo de pensiones inversionista; ZF : un conjunto de variables de control en la empresa incluyendo q de Tobin en la ecuación de pago, y variables ficticias (*dummies*) de tiempo y de industria; ZG : un conjunto de variables de control en el grupo.

Para fines de la estimación usaré un panel de datos anuales no equilibrados que comprenden todas las compañías no financieras incluidas en la lista de aquellas que tienen un monto significativo de comercio (aproximadamente 200) durante un horizonte cronológico de nueve años (1904-2002). En promedio, esta base de datos proporciona mas de 1 100 años-empresa de observaciones, lo que hace posible obtener estimaciones sólidas usando diferentes procedimientos de estimación, especificaciones del modelo y períodos de muestra.

1. Consideraciones econométricas

a) *Endogeneidad*. Una consideración clave en este tipo de estudio tiene relación con el problema de endogeneidad potencial, tal como lo analizan Klapper y Love (2002), Black, Jang y Kim (2003), Lefort y Walker (2006) y Lefort y Urzúa (2007), entre otros, en el contexto de las relaciones entre las prácticas de gestión empresarial y la evaluación de mercado de la empresa. En ese marco, los autores están interesados en descubrir el efecto de una práctica corporativa específica, como la estructura de la propiedad o la composición

de la junta directiva, en el valor de mercado de la compañía. El problema de endogeneidad surge porque la práctica de la empresa por acciones puede, a su vez, ser afectada por el valor de mercado de la compañía. De aquí que ambas variables se determinen simultáneamente. En ese caso, el coeficiente estándar de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) obtenido en la variable usada como variable sustitutiva (*proxy*) de la práctica corporativa podría estar sesgado.

Sin embargo, el problema de la endogeneidad solo surgiría en el entorno actual si una elección específica de una política de dividendos determinara la estructura de la propiedad u otras prácticas de la gestión empresarial de la compañía. En ese caso, parte de la correlación captada en las regresiones respondería en realidad a una causalidad inversa. Es difícil prever esa situación para varias de las variables usadas como sustitutas (*proxies*) del grado de los conflictos de agencia en la compañía. Me referiré a esto posteriormente en este artículo.

Es más posible que surja un problema relacionado de correlación espuria debido a la omisión del sesgo de una variable. En equilibrio, la gestión empresarial probablemente se correlaciona con varias variables económicas. Un estudio que omita algunas variables económicas, que predicen tanto la gestión empresarial como los coeficientes de pago, puede concluir erróneamente que la gestión está asociada de manera directa con los coeficientes de pago. Es posible describir este problema observando que las prácticas de la gestión corporativa en la empresa pueden ser determinadas por un ambiente en contracción de la empresa. Por ejemplo, las empresas con fondos de pensiones que actúan como importantes accionistas minoritarios podrían a la vez tener que mejorar sus prácticas de gestión empresarial e incrementar sus coeficientes de pago de dividendos. Por tanto, si no controlamos adecuadamente por este tipo de variables, los factores de la gestión “captarán” el efecto del ambiente en contracción en la empresa respecto a su política de dividendos.

b) *Estimación del panel de datos.* El uso de un panel como base de datos aumenta el número de observaciones, pero introduce sesgos potenciales en la estimación. Para tener en cuenta los efectos individuales no observables, proporcionamos estimaciones fijas y aleatorias de los efectos, además de la tradicional combinación (*pooled*) de mínimos cuadrados. Además, también proporciono estimadores congruentes de heteroscedasticidad GLS en el caso en que las observaciones de distintas compañías presenten varianzas diferentes. Realicé pruebas de especificación de Hausman para elegir las mejores observaciones obtenidas.

e) *Datos “censurados”.* Tradicionalmente, los datos de los coeficientes de pago se censuran en 0, pues las compañías no pagan dividendos negativos, incluso aunque deseen hacerlo. Además, la legislación chilena requiere que las compañías paguen dividendos de por lo menos 30% de las utilidades del año anterior. Por lo anterior, he estimado regresiones Tobit del panel en el caso de los coeficientes de pago debido a la naturaleza censurada de la variable dependiente, y computado pruebas de Hausman para evaluar la importancia del problema de la censura.

2. Medición de los problemas de agencia

La gestión de las empresas por acciones trata ante todo con los problemas de la agencia dentro de la empresa. En las empresas chilenas con una alta concentración, los problemas de agencia principalmente toman la forma de un conflicto de intereses entre los accionistas que controlan y los minoritarios. En este artículo exploró varias dimensiones de esta relación y estudio su efecto en las políticas de pago de dividendos.

Varias de las teorías de las que se trató previamente sostienen que los problemas de agencia entre los accionistas que controlan y los minoritarios son más graves en las empresas afiliadas a estructuras de conglomerados. Sin embargo, el efecto de la afiliación en la evaluación de la empresa no está claro, como lo indican las diferentes hipótesis con respecto a ese efecto que compiten entre sí. Pongamos por caso, después de controlar por la separación de los derechos, la afiliación a un conglomerado en las economías emergentes puede aumentar el valor debido a los mercados de capital internos, a la información compartida y a otras sinergias. Con base en Lefort y Walker (2000b, 2006), identifico más de 50 estructuras de conglomerados en la economía chilena que operaban entre 1994 y 2002 y construyo una variable dicotómica que toma el valor de 1 cuando una compañía está afiliada a cualquiera de esas estructuras en cualquier año determinado.

Un indicador estándar de los problemas potenciales de agencia entre los accionistas que tienen el control y los minoritarios es el grado de concentración de la propiedad. Uso el porcentaje de las acciones comunes que son propiedad de los tres mayores accionistas como una variable sustituta para las posiciones relativas de los intereses de los accionistas que tienen el control y los minoritarios.

Otro indicador clave de la existencia potencial de problemas de agencia es

el grado de coincidencia entre los derechos del flujo de efectivo que acumula el controlador y los derechos de control que él está ejerciendo. Mido el grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los derechos de control en la empresa considerando las tenencias directas e indirectas de los controladores y la existencia de acciones dual de clase. Según la teoría de agencia, considero la hipótesis de que una menor coincidencia está asociada con un menor pago de dividendos. Construí un indicador del grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los de control, en el supuesto de que el mayor accionista controla efectivamente todos los activos de la compañía.⁶ Mido la coincidencia como el coeficiente entre los títulos que son propiedad directa o indirecta del principal accionista y los activos consolidados totales controlados por la compañía. El coeficiente capta la proporción entre la cantidad de flujos de efectivo acumulado por los controladores y el monto total del flujo de efectivo generado potencialmente por la compañía, incluyendo los pagos de la deuda.⁷

Otra variable que puede usarse como sustituta de la calidad de la gestión corporativa de una compañía es la presencia o ausencia de fondos de pensión como accionistas importantes de la empresa. Walker y Lefort (2001) muestran que la reforma de las pensiones en la América Latina ha facilitado la acumulación de capital institucional por medio de una estructura legal adaptable, una mayor especialización en el proceso de toma de decisiones de inversión, más transparencia e integridad (particularmente por medio del proceso obligatorio de calificación de los riesgos), y también mediante un nuevo equilibrio de la gestión corporativa. Las pruebas proporcionadas por Walker y Lefort (2001) muestran que los rendimientos en dividendos y la volatilidad de los precios de los valores son menores con la presencia de fondos de inversión privados como inversionistas.

Específicamente, los gerentes de los fondos de pensión pueden comprar acciones de compañías chilenas que alcanzan niveles específicos de dispersión de la propiedad y son aprobadas como instrumentos de inversión por la Comisión de Clasificación de Riesgos. De aquí que, con base en Walker y

⁶ La Regla 67 de la Ley de corporaciones establece que la aprobación de las decisiones importantes de la compañía requiere el apoyo las dos terceras partes de las acciones con derecho a voto durante una asamblea de accionistas. La regla también establece una oferta obligatoria por subasta o licitación cuando un accionista llega al umbral de las dos terceras partes por medio de una adquisición.

⁷ Lefort y Walker (2000b y 2006) muestran claramente que las tenencias de acciones de otros participantes en el círculo interno tiende a ser insignificante. Además, la carencia de disponibilidad de los datos obstaculiza la inclusión de estructuras más pormenorizadas de propiedad de los que integran el círculo interno de la compañía.

Lefort (2001), considero que la presencia de los fondos de pensión como accionistas de una compañía es una indicación de que la empresa es menos riesgosa y que sus mecanismos de gestión son más maduros. Además, una vez que los fondos de pensión llegan a un determinado nivel de propiedad en la compañía pueden elegir a un miembro de la junta directiva y convertirse en un accionista minoritario activo que procura mayores pagos de dividendos. También se les puede considerar como el segundo accionista más importante, como lo hacen Gugler y Yurtoglu (2003).⁸

En la primera parte del análisis empírico quiero estudiar la información contenida en el panel de datos con respecto a los efectos de los conflictos de agencia en la empresa respecto a sus coeficientes de pagos. Considero a la falta de coincidencia entre los derechos del flujo de efectivo y los derechos de control como indicador de un conflicto de intereses y de problemas potenciales de agencia y, por tanto, como una variable sustituta de las malas prácticas de gestión corporativa en la empresa. En la siguiente sección complemento el análisis con el estudio de un hecho que compara el contenido informativo de los anuncios de dividendos de empresas con gestiones corporativas diferentes.

Para construir una variable sustituta de la existencia potencial de problemas de agencia, calculé para cada compañía el valor de mercado de los títulos consolidados en poder de los accionistas controladores. Luego dividí este valor por el valor de mercado de los activos calculado como la suma del valor de mercado de las acciones totales más la deuda. Como se explicó líneas arriba, este coeficiente indica el porcentaje acumulado por los controladores de cada dólar de activos creado por la compañía. Considero esta variable como una indicación de la coincidencia entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control y la llamo *Coincid.*

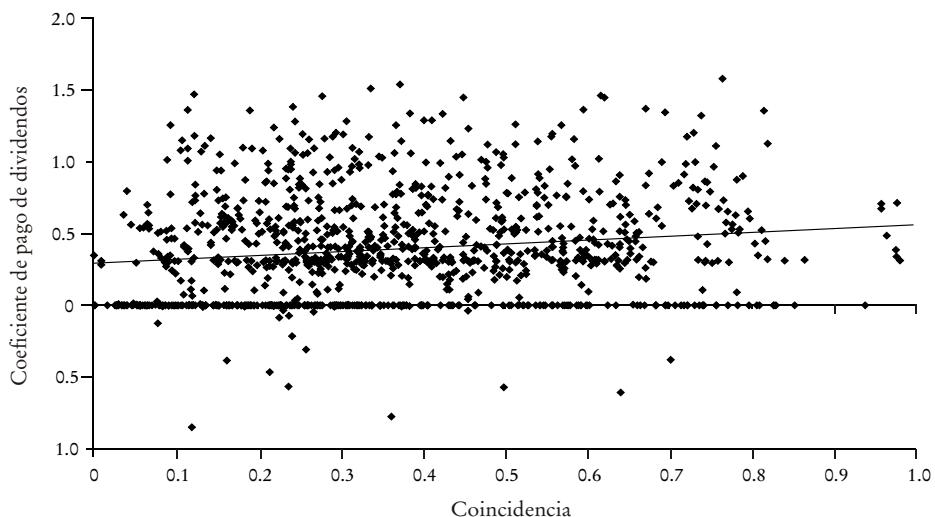
Con base en estudios anteriores de la gestión de empresas por acciones, como el de Blake *et al* (2003), seleccioné la concentración de la propiedad, la coincidencia entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control, la variable ficticia del grupo de afiliación, la ficticia del fondo de pensiones, la *q* de Tobin, los coeficientes deuda/activo neto (al valor de merca-

⁸ Biderman y Jerez (2005) mostraron que esta especificación para la presencia de los fondos de pensión en una compañía proporciona un mejor poder explicativo que el porcentaje de las acciones que son propiedad de los fondos de pensión en la compañía, por medio de regresiones que relacionan los conflictos de agencia y las políticas de dividendos. Una razón para esto puede ser que, debido a restricciones legales e incentivos comerciales, los fondos de pensión en Chile tienden a invertir juntos en las mismas compañías y a actuar coordinadamente en la defensa de sus derechos como accionistas.

CUADRO 2. *Descripción de las variables principales*

<i>Var</i>	<i>Descripción</i>
<i>DPR</i> (coeficiente de pago de dividendos)	El coeficiente entre los pagos de dividendos (incluyendo los pagos que no son en efectivo) en el año t y después del impuesto respecto a los ingresos en el año $t - 1$
<i>Concent</i>	Porcentaje de acciones comunes propiedad de los tres mayores accionistas
<i>Coincid</i>	Grado de coincidencia entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control. El valor de mercado del total de las acciones que son directa o indirectamente propiedad del controlador dividido por el valor de mercado de los activos totales (valor en libros de la deuda valor en libros de las acciones preferentes valor de mercado de las acciones comunes)
<i>Dgroup</i>	Variable ficticia de la afiliación a un grupo. 1 si la empresa está afiliada a un conglomerado
<i>Dafp</i>	Variable ficticia de la inversión por un fondo de pensiones. 1 si acciones de la compañía pudieran ser adquiridas por un fondo de pensiones
<i>Tobin's q</i> (q de Tobin)	Valor de mercado de los activos/valor en libros de los activos al final de cada año calendárico. Estimamos el valor de mercado de los activos como el valor en libros de la deuda valor en libros de las acciones preferentes valor de mercado de las acciones comunes
<i>Laec</i>	Log del valor de mercado de los activos de la compañía
<i>Proporción DE</i>	Estructura de capital de la compañía. Valor en libros de la deuda dividida por el valor de mercado del activo neto
<i>Cash</i> (efectivo)	Flujo de efectivo disponible. El ingreso neto más la depreciación dividido por el valor de mercado de los activos
<i>Invest</i>	Tasa de inversión de la compañía. Cambio en los activos fijos más la depreciación dividido por los activos fijos del último periodo
<i>Turnover</i> (rotación)	Número de acciones comerciadas durante el año dividido por el número total de acciones al final del año
<i>Ficticia de industria</i>	Variables ficticias para la pertenencia a una de 11 industrias
<i>Ficticia de tiempo</i>	Variables ficticias para cada 12 años

GRÁFICA 1. *Coincidencia del control y de los flujos de efectivo y el coeficiente de pago de dividendos*



do), log del tamaño de la empresa, coeficientes de inversión, flujo de efectivo disponible, volumen promedio comerciado, ficticias de tiempo, y ficticias de 11 industrias. Estas variables de control serán incluidas en las regresiones con el fin de tener en cuenta características específicas de la industria. En particular, espero que las empresas con más disponibilidad de efectivo, menos deuda y menos necesidades de inversión tenderán a pagar más dividendos. La q de Tobin puede verse como una variable sustituta para las oportunidades de crecimiento de la compañía. Por tanto, a condición de que controle por la política de inversión real, la q de Tobin sirve como una variable sustituta del crecimiento de la compañía, y por esto se espera que el signo de su coeficiente sea positivo. Los cuadros 2 y 3, explican la construcción de estas variables y resumen la estadística descriptiva de ellas incluyendo las correlaciones cruzadas.

La matriz de correlación de las variables presentada en el cuadro 3B muestra que los coeficientes de pagos de dividendos están correlacionados positivamente con el grado de coincidencia entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control, con el grupo de afiliación y con la variable ficticia del fondo de pensiones. La gráfica 1 complementa esta pruebas presentando la dispersión de estas relaciones que indican que estos resultados no se deben posiblemente a unos pocos casos extremos.

CUADRO 3A. *Estadísticas descriptivas para las principales variables*
 (Porcentaje)

	DPR	Tobin's Q	Concent	Coincid	Dgroup	Dafp	Laec	Proporción DE	Cash	Invest	Volume (pesos)
<i>Estadísticas año por año</i>											
Media	39.1	1.2	59.6	37.4	55.1	46.5	17.7	34.9	5.4	18.7	130 983
Desviación estándar	36.6	0.7	24.4	21.6	49.8	49.9	2.1	24.1	18.1	18.3	678 779
Max.	157.9	4.9	100.0	99.7	100.0	100.0	23.0	98.0	95.1	98.7	14 375 116
Min.	85.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	6.8	0.0	39.1	37.0	0
<i>1995</i>											
Media	49.6	1.7	58.1	41.8	52.3	43.5	17.7	22.1	8.3	24.3	301 793
Desviación estándar	32.7	0.8	25.0	22.1	50.1	49.7	2.1	17.3	18.7	19.4	1 542 535
Max	144.7	4.9	100.0	97.7	100.0	100.0	21.9	79.6	81.4	88.3	14 375 116
Min	0.0	0.5	2.2	2.2	0.0	0.0	8.4	0.0	38.3	28.9	0
<i>1996</i>											
Media	44.8	1.4	58.4	39.8	55.3	46.8	17.6	27.4	10.2	22.1	177 948
Desviación estándar	34.6	0.8	24.5	22.4	49.8	50.0	2.2	20.2	19.2	19.7	897 931
Max	120.3	4.7	100.0	98.0	100.0	100.0	23.0	97.3	86.9	75.8	8 008 483
Min.	30.9	0.4	2.4	0.4	0.0	0.0	8.7	0.1	24.3	37.0	0
<i>1997</i>											
Media	38.0	1.2	58.9	37.5	56.1	47.7	17.7	33.9	9.6	22.1	110 663
Desviación estándar	34.7	0.6	24.9	21.0	49.7	50.1	1.9	21.9	19.9	19.8	498 631

Max	136.9	3.9	99.8	95.8	100.0	100.0	22.3	95.6	93.9	92.2	3 997 243
Min	38.0	0.4	2.4	1.0	0.0	0.0	8.4	0.0	23.6	35.2	0
<i>1998</i>											
Media	34.8	1.2	58.9	37.5	56.1	47.7	17.7	33.9	6.4	19.5	119 914
Desviación estándar	33.4	0.6	24.9	21.0	49.7	50.1	1.9	21.9	18.0	19.6	522 536
Max	126.1	3.9	99.8	95.8	100.0	100.0	22.3	95.6	79.4	90.5	4 845 584
Min	21.4	0.4	2.4	1.0	0.0	0.0	8.4	0.0	38.6	27.3	0
<i>1999</i>											
Media	32.1	1.1	60.7	35.1	56.5	48.1	17.6	40.5	2.1	17.5	148 478
Desviación estándar	33.7	0.6	24.0	21.2	49.7	50.1	2.0	24.8	16.3	19.0	619 599
Max	128.3	4.5	100.0	98.0	100.0	100.0	22.5	96.3	94.3	80.4	4 475 889
Min	57.1	0.4	2.4	2.4	0.0	0.0	8.4	0.0	39.1	33.7	0
<i>2000</i>											
Media	36.7	1.1	61.1	36.6	56.5	48.1	17.7	38.8	2.3	19.2	90 781
Desviación estándar	37.5	0.6	24.3	21.0	49.7	50.1	2.0	24.4	17.1	16.8	421 632
Max	138.3	3.5	100.0	98.0	100.0	100.0	22.9	95.8	95.1	69.2	3 840 981
Min	4.6	0.4	0.5	0.2	0.0	0.0	8.4	0.0	36.1	23.0	0
<i>2001</i>											
Media	34.7	1.0	61.5	35.1	56.1	48.1	17.7	41.9	3.7	11.4	109 526
Desviación estándar	33.7	0.5	24.2	21.4	49.7	50.1	2.1	25.8	17.6	13.5	463 807
Max.	119.3	3.7	100.0	98.0	100.0	100.0	22.8	96.6	82.6	90.7	4 402 062
Min	60.8	0.4	2.6	2.6	0.0	0.0	8.5	0.0	36.6	0.4	0
<i>2002</i>											
Media	36.6	1.1	60.3	34.4	55.7	47.7	17.8	41.9	0.7	9.9	87 934
Desviación estándar	44.7	0.5	24.0	21.9	49.8	50.1	2.1	25.9	13.6	8.7	349 906
Max	157.9	3.3	100.0	99.7	100.0	100.0	22.9	97.6	57.0	61.4	2 363 277
Min	85.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	11.7	0.0	39.1	0.1	0

CUADRO 3B. Matriz de correlación para las principales variables

	DPR	Tobin's Q	Concent	Coincid	Dgroup	Dafp	Laec	Proporción DE	Cast	Invest	Volumen
DPR	1										
<i>q</i> de Tobin	0.3556*	1									
Concent	0.1167*	0.0902*	1								
Coincid	0.1497*	0.2425*	0.6807*	1							
Dgroup	0.1395*	0.0246	0.1718*	0.1439*	1						
Dafp	0.2712*	0.1293*	0.1029*	0.014	0.3498*	1					
Laec	0.1095*	0.0733*	0.1192*	0.1350*	0.4535*	0.5166*	1				
Proporción DE	0.3359*	0.4840*	0.1098*	0.6045*	0.0875*	0.0339	0.1557*	1			
Cash	0.1124	0.1286*	0.0296	0.0317	0.0425	0.1577*	0.1954*	0.0966	1		
Invest	0.2833	0.2775*	0.0287	0.1156*	0.0336	0.2248*	0.0802*	0.1904*	0.2307*	1	
Volumen	0.0895*	0.0675*	0.1770*	0.1780*	0.1182*	0.0343	0.1366*	0.1322*	0.0509	0.0335	1

3. Resultados de la regresión

Sin embargo, como se analizó líneas arriba, las correlaciones no indican forzosamente causalidad debido a las relaciones endógenas potenciales y a sesgos omitidos de las variables. Enfrento el segundo problema “corriendo” regresiones múltiples usando el conjunto de variables de control cuya lista se presentó antes y probando diferentes especificaciones de las medidas de los conflictos de agencia. El cuadro 4 presenta este primer conjunto de resultados usando regresiones de MCO multivariadas combinadas. He probado varias especificaciones con el fin de considerar si los resultados son sólidos. Encontré que en todas las especificaciones el coeficiente de pago de dividendos está correlacionado positiva y significativamente con la afiliación a un grupo y con la presencia de fondos de pensión como inversionistas. Sin embargo, después de controlar por las características de la empresa, los coeficientes del grado de coincidencia entre los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control no parecen ser significativamente diferentes de 0. Respecto a las variables de control, los resultados son congruentes con las teorías estándar. Las empresas con mayores perspectivas de crecimiento, más efectivo disponible, menos deuda y menos necesidades de inversión tienden a pagar dividendos más altos. Tanto las variables ficticias de tiempo como las ficticias de industria fueron significativas estadísticamente como grupo en todas las especificaciones en que se les incluyó.

Los cuadros 5 y 6 presentan resultados adicionales que confirman la solidez de los hallazgos. En el cuadro 5 presento regresiones de secciones transversales anuales, mientras que en el cuadro 6 muestro los resultados de diferentes métodos econométricos. Entre otras cosas, se “corrieron” varias regresiones del panel de efectos fijos que tienen en cuenta efectos de la empresa potencialmente no observables que podrían estar correlacionados con la coincidencia en los derechos, sesgando así los resultados anteriores. Los coeficientes obtenidos son, de nuevo, muy parecidos a los obtenidos previamente y casi con toda seguridad eliminan la posibilidad de que los resultados se deban a sesgos omitidos de las variables. Además, una prueba de Hausman realizada comparando los efectos fijos y la estimación de los efectos aleatorios no pudo rechazar la hipótesis nula de que las estimaciones de los efectos aleatorios eran congruentes y eficientes.

La última regresión en el cuadro 6 intenta resolver el problema de la endogeneidad con algunos supuestos restrictivos. Con ese propósito “estimé”

CUADRO 4. Regresiones de MCO combinadas para el coeficiente de pago de dividendos cuando coinciden los derechos de efectivo y los de control

(Datos anuales de 1994 a 2004 para 168 compañías)

	1	2	3	4
<i>Coincid</i>	0.094951 1.34			0.027 0.4
<i>Dgroup</i>		0.120*** 4.7		0.107*** 4.1
<i>Dafp</i>			0.112*** 4.1	0.097*** 3.5
<i>q</i> de Tobin	0.120*** 4.38	0.123*** 4.6	0.115*** 4.2	0.115*** 4.3
<i>Laec</i>	0.000 0.06	0.012 1.6	0.011 1.5	0.022*** 2.8
Proporción DE	0.418*** 5.71	0.344*** 5.7	0.320*** 5.2	0.322*** 4.4
<i>Invest</i>	0.062 0.94	0.046 0.7	0.053 0.8	0.039 0.6
<i>Cash</i>	0.311*** 4.43	0.327*** 4.7	0.300*** 4.3	0.320*** 4.6
Ficticia de industria	Sí	Sí	Sí	Sí
Ficticia de tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de observaciones	926	928	928	926
<i>F</i> (24 897)	15.08	16.29	15.98	15.68
Prob <i>F</i>	0	0	0	0
<i>R</i> ²	0.2866	0.3022	0.2982	0.312
<i>R</i> ² ajustada	0.2676	0.2837	0.2795	0.2921
Raíz MSE	0.31143	0.30768	0.30857	0.30617

*, ** y *** indican respectivamente los niveles de significación de 10, 5 y 1%. Se presentan en cursivas los valores *t*, basados en valores estándar sólidos. Los resultados significativos (al nivel de 5% mejor) se muestran en negritas.

una regresión Arellano y Bond *Dynamic Panel GMM*. Este procedimiento econométrico se ocupa de los efectos no observados específicos de la empresa y de la endogeneidad potencial de las variables explicativas en el supuesto de que no hay una correlación serial de segundo orden en el término de error. Los coeficientes estimados son muy similares a los obtenidos antes, pero una prueba Sargan de la validez de los instrumentos (valores rezagados de las variables de control) rechaza en gran medida la hipótesis nula.

Como se dijo líneas arriba, el problema de la endogeneidad surgirá en la situación presente sólo si una elección específica de un coeficiente de pago

CUADRO 5. Regresiones de MCO de sección transversal para el coeficiente de pago de dividendos en coincidencia de derechos efectivo y control

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Coincid	0.220	0.144	0.079	0.039	0.369*	0.052	0.222	0.007	0.265
Dgroup	0.9	0.9	0.4	0.2	1.9	0.2	0.8	0.0	1.0
Draft	0.108	0.003	0.174*	0.084	0.056	0.102	0.205***	0.134**	0.189**
Tobin's Q	0.8	0.0	1.9	1.1	0.8	1.3	2.8	2.0	2.3
Laec	0.001	0.224***	0.120	0.210***	0.042	0.157*	0.096	0.013	0.046
Proporción DE	0.0000	0.001	0.022	0.041	0.008	0.039	0.079***	0.005	0.026
Invest	0.0	0.1	0.9	1.6	0.4	1.5	3.2	0.3	1.1
Cashf	0.014	0.263	0.426	0.113	0.819***	0.081	0.126	0.494***	0.385
Ficticias de industria	0.0	1.0	1.7	0.5	4.2	0.4	0.5	2.4	1.4
Número de observaciones	77	84	91	118	115	96	98	127	120
F	1.78	4.2	2.65	2.55	5.29	3.46	5.71	3.52	2.58
Prob > F	0.0502	0	0.0018	0.0017	0	0.0001	0	0	0.00015
R ²	0.3563	0.5375	0.3989	0.3167	0.4979	0.4469	0.5654	0.3695	0.3147
R ² ajustada	0.1565	0.4095	0.2487	0.1924	0.4038	0.3176	0.4664	0.2644	0.1926
Raíz MSE	0.35054	0.25081	0.30054	0.29997	0.26149	0.28554	0.2887	0.2505	0.37694

* , ** y *** indican respectivamente los niveles de significación de 10, 5 y 1%. Se presentan en cursivas los valores-t, basados en valores estándar sólidos.
Los resultados significativos (al nivel de 5% mejor) se muestran en negritas.

CUADRO 6. Regresiones de panel para el coeficiente de pago de dividendos al coincidir derechos de efectivo y derechos de control

(Datos anuales de 1994 a 2002 para 168 compañías)

	MCO	GLS het. corr.	Efectos m aleator.	Efectos fijos	A-B Dynamic Panel
Dividend's PR (1)					0.106 1.460
<i>Coincid</i>	0.027 0.380	0.011 0.250	0.067 0.710	0.099 0.740	0.076 0.260
<i>Dgroup</i>	0.107*** 4.130	0.106*** 6.250	0.095** 2.290	0.149 0.660	
<i>Dafp</i>	0.097*** 3.530	0.091*** 5.600	0.146*** 3.640	0.063 0.510	0.030 0.090
Q de Tobin	0.115*** 4.260	0.129*** 6.970	0.029 0.950	0.087* 1.940	0.042 0.450
<i>Laec</i>	0.022*** 2.780	0.019*** 4.330	0.004 0.340	0.015 0.370	0.167* 1.750
Proporción DE	0.322*** 4.360	0.239*** 5.570	0.401*** 4.170	0.423*** 3.100	0.252 0.940
<i>Invest</i>	0.039 0.600	0.014 0.290	0.011 0.190	0.019 0.310	0.018 0.200
<i>Cashf</i>	0.312*** 4.630	0.261*** 5.310	0.200*** 2.710	0.084 1.000	0.183 1.610
Ficticias de industria	Sí	Sí	No	No	No
Ficticia de tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	No
Número de observaciones	926	926	926	926	495
Número de grupos		168	168	168	134
<i>F</i>	15.68			3.12	
Prob > <i>F</i>	0			0	
Wald ²		2 113.13	654.75		11.48
Prob > ²		0	0		
Prueba de Sargan de restricciones identificadas:	² (27)	25.70,	Prob ²	0.5352	

* , ** y *** indican respectivamente los niveles de significación de 10, 5 y 1%. Se presentan en cursivas los valores-t, basados en valores estándar sólidos. Los resultados significativos (al nivel de 5% mejor) se muestran en negritas.

de dividendo determinó simultáneamente las variables explicativas usadas en la regresión. Me centraré sólo en las variables usadas como sustitutas de la extensión de los conflictos de agencia. Por otra parte, el accionista que controla la compañía puede en gran medida cambiar el coeficiente de pago a voluntad. Por tanto, si este es el caso, es difícil encontrar una situación en que un accionista, o un grupo, controlador específico elige a una compañía

basado en su política de pago de dividendos, y así es difícil argumentar en favor de la endogeneidad de la variable ficticia de grupo. Una línea similar de pensamiento puede usarse con respecto a las variables de la estructura de la propiedad (*Control* y *Coincid*), en tanto que los cambios en la estructura de la propiedad no respondan a una política de dividendos específica. Para la mayor parte de la muestra usada en el análisis de regresión, los cambios en las políticas de dividendos en Chile requirieron la mayoría de los votos en las asambleas de accionistas. Lefort y Walker (2000b) muestran que en 95% de las compañías no financieras registradas en Chile, los accionistas que tenían el control efectivamente controlaban más de 50% de las acciones con derecho a voto. Por tanto, en la mayoría de las situaciones podían fijar políticas de dividendos sin oposición.⁹

La variable para la cual es más posible que surja el problema de la endogeneidad es la significativa variable ficticia del fondo de pensiones accionista. En esta situación es posible que, como los fondos de pensión no pueden tener intereses controladores en ninguna compañía, en realidad eligen dónde invertir con base en las políticas de dividendos de las compañías. Si ese fuera el caso, el coeficiente positivo y significativo para la variable del fondo de pensiones puede tener dos interpretaciones muy diferentes. Por una parte, congruentemente con la expropiación por el accionista controlador o hipótesis de la búsqueda de la renta, los fondos de pensión pueden estar desempeñando como accionistas minoritarios un papel activo que tendrá como resultado el pago de mayores dividendos por la compañía. Por otra parte, los fondos de pensión pueden sencillamente estar favoreciendo a las compañías que están pagando dividendos más altos. Aunque esta otra hipótesis es atractiva intelectualmente, puede no ser sostenible en el caso chileno. La razón de esto es que las decisiones de inversión de los fondos de pensión en lo que se refiere a sus tenencias de acciones de compañías chilenas enfrentan restricciones importantes relacionadas con la liquidez y la concentración de la propiedad de las acciones de la compañía que se les permite comprar, y por tanto los fondos de pensión tienen pocos grados de libertad para seleccionar las compañías en que invierten.

Una solución común para el problema de la endogeneidad potencial sería el empleo de un modelo de ecuaciones simultáneas, en el que se considerara que la política de dividendos y la presencia de fondos de pensión están de-

⁹ Surge una excepción a esa regla si la compañía quiere pagar menos que el mínimo requerido (30%). En ese caso se requiere la totalidad de los votos.

terminados endógenamente. Aunque este es un modo interesante de proceder, tiene por lo menos dos fallas: *i*) por lo general es muy difícil encontrar instrumentos adecuados, y *ii*) Barnhart y Rosenstein (1998) argumentan convincentemente, a la luz de una larga lista de la bibliografía empírica de la composición de las juntas directivas, la propiedad gerencial y el desempeño de la empresa, que “[...] en la mayoría de la investigación de la gestión corporativa, en la que no ha sido desarrollado ningún modelo estructural formal [...] y [...] en la que la estructura de los modelos empíricos es incierta, los resultados de la estimación de sistemas deben ser interpretados con cautela, debe realizarse el análisis de sensibilidad y los resultados de MCO no deben descartarse sin mayor consideración”.

Los cuadro 7 y 8 exploran dos cambios en la especificación básica como una comprobación de la solidez. Con base en Lefort, Tarziján y Espinosa (2004) y en Lefort y Walker (2006), en el cuadro 7 considero los efectos de interacción entre la variable ficticia de afiliación a un grupo y otras variables explicativas. La idea es que podría ser el caso que, por ejemplo, el grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los de control sea en particular importante para explicar las políticas de pago de dividendos en compañías afiliadas a conglomerados, debido al exacerbado conflicto de intereses. No encuentro efectos de interacción significativos. Con base en Gugler y Yurtoglu (2002), también hice comprobaciones para saber si hay no linearidades en la relación entre la coincidencia y los coeficientes de pago de dividendos. El cuadro 8 presenta este último conjunto de resultados para las regresiones que explican los coeficientes del pago de dividendos como una función del grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los de control y la misma variable al cuadrado. De manera parecida al caso alemán, encontré que hay un umbral en torno de 45% en que el efecto de una mayor participación del accionista controlador cambia el signo del efecto marginal de la separación en los coeficientes de pago. Encontré que, para valores bajos de la variable de coincidencia, los aumentos en la concentración de la propiedad, como se esperaba, incrementan la política de pagos. Sin embargo, cuando la concentración en términos del valor de la compañía llega al punto en que más de 70% de las acciones son propiedad del controlador, los coeficientes de pago empiezan a decrecer. Una hipótesis para este resultado puede estar relacionada con una combinación de los incentivos en el contexto de los conflictos de agencia entre los accionistas controladores y los minoritarios, y los incentivos mediante impuestos. Como ya lo analicé, una vez que

CUADRO 7. Coeficiente de pago de dividendos y coincidencia de los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control (1994-2002)

(Mínimos cuadrados generalizados, corregidos con heteroscedasticidad)

Grupo	0.080***		0.077***	0.077***	0.109*
Coincidencia		0.083	0.05	0.03	0.01
Coindidencia* grupo					0.058
Fondo de pensiones				0.100***	0.103***
Q de Tobin	0.155***	0.150***	0.155***	0.143***	0.140***
Q de Tobin* Grupo					0.001
Flujo de efectivo	0.578**	0.552**	0.581**	0.564**	0.715**
Flujo de efectivo* grupo					0.235
Activos	.002	0.004	0.002	0.013*	0.011
Deuda	0.387***	0.452***	0.417***	0.381***	0.357***
Variables ficticias de tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Variables ficticias de industria	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Prueba Wald	412.25 0.0	398.12 0.0	413.06 0.0	436.21 0.0	420.65 0.0
Número de compañías	178	178	178	178	117
Número de observaciones	1 117	1 117	1 117	1 117	1 085

*, **, y *** indican respectivamente los niveles de significación de 10%, 5%, y 1%. Los resultados significativos (al nivel de 5% o mejor) se muestran en negritas.

el controlador ha logrado una alta propiedad, puede hacer casi cualquier cosa sin oposición y puede encontrar mejores formas (que le cuesten menos en términos de impuestos) de recuperar su dinero. En el caso de los coeficientes de pagos de dividendos, encuentro una relación en forma de U invertida similar a la obtenida para el caso alemán por Gugler y Yurtoglu (2002) y este resultado es sólido para el método de estimación.

V. ANUNCIOS DE DIVIDENDOS Y PROBLEMAS DE AGENCIA¹⁰

En el contexto de información asimétrica y de problemas de selección adversos, durante mucho tiempo se ha aceptado que los anuncios inesperados de dividendos pueden proporcionar información nueva y significativa acerca de las perspectivas de la compañía. Al analizar los anuncios de dividendos, los inversionistas conocen más de las perspectivas futuras de la compañía y

¹⁰ Esta sección se basa en la excelente conferencia de Celedon y Errandonea (2005). Reconozco su valiosa contribución a la investigación. Los lectores interesados en pormenores de la metodología de un estudio de hechos pueden recurrir a su trabajo.

CUADRO 8. Coeficiente de pago de dividendos y coincidencia de los derechos de flujo de efectivo y los derechos de control (1994-2002)

	Efectos aleatorios	Efectos fijos	Mínimos cuadrados generalizados	Panel Tobit LC = 0	Panel Tobit LC = 0.3
Grupo	0.201*	0.137	0.230***	0.244*	0.330**
Coincidencia	0.969**	1.239	1.108***	1.445***	1.504***
Coincidencia^2	1.157**	1.473***	1.177***	1.653***	1.676***
Coincidencia*Grupo	0.683	1.245**	0.832***	1.064*	1.169*
Coincidencia^2*Grupo	0.694	1.232*	0.805**	1.037	1.176*
Q de Tobin	0.045	0.112*	0.112***	0.047	0.029
Q de Tobin*Grupo	0.025	0.007	0.031	0.021	0.043
Flujo de efectivo	0.409	0.210	0.595***	0.762**	0.363
Flujo de efectivo*Grupo	0.123	0.039	0.077	0.291	0.258
Activos	0.000	0.053*	0.003	0.042***	0.002
Deuda	0.396***	0.456***	0.333***	0.665***	0.478***
Fondo de pensiones	0.110***	0.017	0.099***	0.133***	0.173***
Ficticias de tiempo	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ficticias de industria	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
	0.418	0.420	0.471	0.437	0.448
*Grupo	0.308	0.012	0.372	0.309	0.334
Prueba Wald	168.5		1 368.6	221.0	167.4
Prueba <i>p</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Prueba <i>F</i>		3.9			
<i>ui</i>	19.2	0.0		30.1	25.1
<i>e</i>	25.1			28.4	26.0
Número de compañías	177	177	177	177	177
Número de observaciones	1 085	1 085	1 085	1 085	1 085

*, ** y *** indican respectivamente los niveles de significación de 10, 5 y 1%. Los resultados significativos (al nivel de 5% o mejor) se muestran en negritas.

reajustan los precios de las acciones. Los del círculo interno encuentran que los anuncios de un incremento inesperado en los dividendos es una manera más creíble de enviar información positiva al mercado acerca de un punto de vista optimista de las ganancias presentes y futuras.¹¹ Las pruebas muestran, de hecho, que contrariamente a la propuesta tradicional de Modigliani y Miller, los anuncios inesperados y positivos de dividendos son seguidos por rendimientos anormales positivos y significativos. Asquith y Mullins (1983, 1986) argumentan y muestran que, debido al compromiso en efectivo que va asociado con ellos, los anuncios de dividendos son más creíbles que los meros anuncios de ganancias.

11 Véase Pettit (1976), Bhattacharya (1979) y John y Williams (1985).

Gugler y Yurtoglu (2002) proponen una prueba de la hipótesis de la búsqueda de renta para explicar los pagos de dividendos, basados en la hipótesis tradicional de señalamiento de los dividendos. La idea es la siguiente. Suponga que es verdad que los inversionistas temen que los conflictos de agencia en la empresa pueden poner en peligro los rendimientos obtenidos de sus inversiones. Entonces, los anuncios de dividendos positivos inesperados por el accionista controlador de una empresa que presenta conflictos de agencia pueden ser interpretados por los inversionistas como una señal del deseo del accionista controlador de reducir la expropiación de los accionistas minoritarios. De este modo, un anuncio inesperado positivo de un incremento en los dividendos por una empresa con un grave problema de agencia da más información valiosa al mercado que el mismo anunció hecho por una empresa con buenos mecanismos de gestión corporativa. Por tanto, el primero debe tener un efecto más positivo en los precios de las acciones de la compañía.

En esta sección realizo un estudio de eventos del contenido informativo de los anuncios de dividendos en Chile y uso los resultados para someter a prueba si los anuncios originados en las empresas que presentan potencialmente conflictos más graves de intereses tienen más contenido informativo.

1. Los datos

Generé a partir de *Economatica* una base de datos que comprende un total de 825 anuncios de dividendos hechos por 211 compañías durante el periodo 1995-2004. Eliminé todos los anuncios de las compañías cuando no se habían comerciado suficientes volúmenes para computar rendimientos anormales o cuando se hicieron otros anuncios al mismo tiempo. La muestra final comprendía 266 anuncios diferentes de dividendos.

2. El estudio de eventos

Como expliqué antes, en términos generales, hay dos tipos principales de pagos de dividendos anunciados por las compañías chilenas: los definitivos y los provisionales. Clasifico a los 226 anuncios entre las categorías definitiva y provisional, y luego procuro determinar si eran esperados o inesperados. El procedimiento común en las compañías chilenas es anunciar y pagar, durante un determinado periodo del calendario, dividendos provisionales

trimestrales que se cargan contra las ganancias del periodo corriente. Al iniciarse el año siguiente, la compañía anuncia el pago de dividendo definitivo como una fracción de las ganancias totales del año anterior, y paga la diferencia entre los dividendos definitivos anunciados y los dividendos provisionales pagados durante el año.

El contenido de información de los anuncios de dividendos debe ser de 0 si son lo esperado. Con base en Aharony y Swary (1980) defino a un anuncio provisional como inesperado si difiere del último anuncio de dividendos provisional. Con el fin de considerar sólo diferencias significativas normalizo el cambio en los dividendos por el precio de las acciones antes del anuncio, y considero que un anuncio es inesperado sólo si la diferencia normalizada es mayor de 5% en términos absolutos. Esto es:

$$GDIV_{Prov., t} = (D_t - D_{t-1}) / SP_{t-10d} - 5\%$$

En el caso de anuncios definitivos, la sorpresa se mide en términos del coeficiente dividendos/ganancias. Esto tiene sentido, en especial en el caso chileno en el que se requiere un dividendo mínimo de 30%. Considero que un anuncio de dividendo definitivo es inesperado si el coeficiente entre la suma de los anuncios provisionales y los definitivos del periodo y las ganancias del mismo periodo difieren en más de 2% en términos absolutos.

$$GDIV_{Def., t} = |(D_t/E_t) - (D_{t-1}/E_{t-1})| - 2\%$$

Clasificado de esta manera, la muestra final de anuncios comprende un total de 266, de los cuales 98 son inesperados y 168 son esperados. A su vez, los 98 anuncios inesperados pueden dividirse en 50 definitivos y 48 provisionales, y en 75 incrementos y 23 decrementos.

Utilizo un procedimiento estándar para computar los rendimientos anormales usando un modelo de mercado estimado con respecto al índice del mercado de valores chileno IPSA.¹² La ventana del hecho se define de la siguiente manera: supongamos que $t = 0$ el día del anuncio, la ventana de estimación cubre el periodo entre $T_1 = 130$ y $T_2 = 11$, mientras que la ventana del hecho para computar rendimientos anormales está definida entre $T_2 = 1$ y $T_3 = 9$. La ventana de estimación de 120 días proporciona suficientes datos para captar correlaciones a corto plazo entre ambas series de rendimientos.

¹² Estime el modelo de mercado sólo para los días en que hubo transacciones con la acción.

3. Resultados

a) *Contenido informativo de anuncios de dividendos inesperados.* Primero estudio el contenido de información de los anuncios de dividendos inesperados. El cuadro 8 resume los resultados. Encuentro, sin importar qué modelo use en la estimación del rendimiento normal, un rendimiento anormal relativamente alto el día del anuncio. En el caso del modelo de mercado el rendimiento anormal es de 1.45%. Los rendimientos anormales acumulativos para la ventana del hecho suman 4.3% en el modelo de mercado.

De conformidad con la hipótesis presentada, los rendimientos anormales acumulativos por los anuncios inesperados son significativamente diferentes de 0, en tanto que los computados para los anuncios esperados no lo son. Estos resultados concuerdan con los obtenidos en otros estudios, aunque los rendimientos anormales acumulados (CAR por sus siglas en inglés en los cuadros) obtenidos en este estudio son un poco más altos. Por ejemplo, Charest (1978) y De Angelo *et al* (1995) encuentran, para el mercado más

CUADRO 9. *Rendimientos anormales diarios y acumulativos*
(Porcentaje)

Día	Modelos de mercado		Modelo de mercado corr.		Rendimientos constantes	
	Rendimientos anormales	Rendimientos anormales acumulados	Rendimientos anormales	Rendimientos anormales acumulados	Rendimientos anormales	Rendimientos anormales acumulados
9	0.10	0.10	0.19	0.19	0.21	0.21
8	0.10	0.20	0.11	0.30	0.08	0.29
7	0.02	0.22	0.03	0.27	0.02	0.28
6	0.07	0.28	0.05	0.32	0.04	0.32
5	0.09	0.20	0.12	0.20	0.09	0.23
4	0.04	0.15	0.19	0.01	0.08	0.14
3	0.22	0.07	0.26	0.25	0.25	0.11
2	0.13	0.20	0.05	0.30	0.06	0.04
1	0.21	0.40	0.17	0.47	0.16	0.20
0	1.45	1.85	1.19	1.65	1.26	1.47
1	0.37	2.22	0.35	2.00	0.36	1.83
2	0.46	2.69	0.50	2.50	0.47	2.30
3	0.28	2.96	0.22	2.72	0.19	2.49
4	0.37	3.34	0.46	3.38	0.43	2.92
5	0.27	3.61	0.28	3.46	0.19	3.11
6	0.24	3.85	0.15	3.61	0.16	3.27
7	0.52	4.36	0.45	4.06	0.36	3.64
8	0.01	4.35	0.01	4.05	0.01	3.65
9	0.06	4.29	0.01	4.04	0.09	3.74

CUADRO 10. Significación estadística de los rendimientos anormales
(Porcentaje)

	RAA (CAR)	Prueba t
A. Anuncios inesperados		
Ventana 9 al 9		
Modelo de mercado	4.29	3.95
Modelo de mercado corr.	4.04	4.1
Rendimiento contante	3.74	3.27
Ventana 1 al 1		
Modelo de mercado	2.38	4.93
Modelo de mercado corr.	2.00	4.64
Rendimiento constante	2.15	4.57
Ventana 1 al 0		
Modelo de mercado	1.88	4.54
Modelo de mercado corr.	1.56	4.09
Rendimiento constante	1.66	4.16
B. Anuncios esperados		
Ventana 9 al 9	1.58	1.81
Ventana 1 a 1	0.46	1.03
C. Incrementos y decrementos en los dividendos		
Incrementos	1.08	0.99
Decrementos	5.27	3.83
D. Dividendos definitivos y provisionales		
Definitivos	5.13	2.82
Provisionalmente	3.41	2.89

desarrollado de los Estados Unidos, rendimientos anormales acumulados de dos días de 0.98 y 0.66%. Maquieira y Osorio (2000) y Maquieira y Ruiz Tagle (2003) realizaron un estudio similar para el caso chileno. El segundo estudio considera una muestra similar a la de este artículo (1900-2003) y obtuvo un rendimiento anormal de 1.48% en el día del anuncio.

Los resultados proporcionados también indican que la respuesta del mercado a los incrementos inesperados en los dividendos es mayor que en el caso de los decrementos. Finalmente, aunque el rendimiento anormal acumulativo asociado con los anuncios definitivos de dividendos es mayor que el asociado con anuncios provisionales, ambos son significativos.

b) *Problemas de agencia y contenido informativo de los anuncios de dividendos.* Ahora dirijo mi atención al principal problema de que trata este artículo. Estoy interesado en descubrir si los anuncios de dividendos que hacen compañías sujetas a conflictos más importantes de agencia proporcionan más información nueva al mercado. Basado en el análisis anterior de

CUADRO 11. *Conflictos potenciales de agencia y anuncios de dividendos*

Clase	Rendimientos anomalos acumulativos (porcentaje)	Prueba t	Número de anuncios
Afiliación a grupo	5.12	3.74	73
No afiliada a grupo	1.86	1.28	25
Coincidencia > 50%	3.42	3.12	43
Coincidencia < 50%	4.97	2.9	55
AFP	4.57	3.14	36
No AFP	4.39	2.92	61

CUADRO 12. *Prueba de diferencias en las medias de rendimientos anormales*
(Porcentaje)

Días	Afiliación a un grupo	Coincidencia CAR/(prueba t)	Fondo de pensiones
1	0.27 (0.42)	0.03 (0.06)	0.54 (0.10)
2	0.29 (0.34)	0.08 (0.10)	0.13 (0.16)
3	0.16 (0.17)	0.63 (0.69)	0.38 (0.40)
5	0.94 (0.74)	1.34 (2.59)***	0.04 (0.04)
7	1.26 (0.85)	1.62 (1.11)	0.52 (0.35)
9	0.88 (0.49)	1.45 (0.83)	0.90 (0.51)
11	1.51 (0.77)	1.53 (0.81)	1.19 (0.64)
13	2.28 (1.18)	0.87 (0.45)	0.68 (0.14)
15	2.62 (1.33)	1.37 (0.68)	0.51 (0.25)
17	3.33 (1.65)*	2.06 (1.01)	0.13 (0.06)
19	3.26 (1.63)	1.55 (0.76)	0.18 (0.08)

los problemas de agencia en las compañías de economías emergentes y en la evidencia empírica disponible considero tres dimensiones de conflictos potenciales de agencia: *i*) la afiliación a conglomerados; *ii*) el grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los derechos de control, y *iii*) la presencia de fondos de pensión como accionistas minoritarios significativos. En los cuadros 11 y 12 se presenta una comparación entre el rendimiento

anormal acumulativo por clase de compañías y las diferencias en las pruebas estadísticas de las medias.

De conformidad con la hipótesis de la búsqueda de renta en el caso de los dividendos, los rendimientos anormales acumulativos después de un anuncio inesperado de dividendos por parte de las compañías afiliadas a grupos económicos tienden a ser mayores que para las empresas individuales. Esto es congruente con la idea de que los conflictos de intereses son más altos en las compañías controladas por grupos económicos y, por tanto, los inversionistas reciben con agrado los incrementos inesperados de dividendos en esas compañías. De manera parecida, los anuncios que hacen las empresas en que el accionista controlador presenta un menor nivel de coincidencia entre sus derechos de efectivo y sus derechos de los votos posiblemente tendrán un mayor efecto en el mercado. No encuentro ninguna diferencia significativa entre las respuestas del mercado a los anuncios de dividendos hechos por compañías en que los fondos de pensión tengan una participación significativa.

CONCLUSIONES

Lefort y Walker (2006) y Lefort y Walker (2007) han mostrado que los conflictos potenciales de intereses entre los accionistas controladores y los minoritarios son castigados por el mercado de capitales chileno. En este artículo encuentro una relación significativa entre el grado de los conflictos potenciales de agencia en las compañías chilenas y sus políticas de dividendos. En términos generales, los resultados de este estudio son congruentes con la hipótesis, propuesta por Shleifer y Vishny (1997), de que los accionistas dominantes tienden a extraer beneficios privados de los recursos de la compañía que controlan. Aunque el panorama de este artículo, que se centra en una economía emergente, es muy diferente del panorama acostumbrado, los resultados proporcionados aquí coinciden con los de Gugler y Yutoglu (2003), Maury y Pajuste (2002), Khan (2006) y Harada y Nguyen (2006).

En resumen, después de controlar por una lista de características de las compañías, encuentro que: *i*) las compañías afiliadas a grupos económicos pagan mayores dividendos; *ii*) las compañías en las que hay una presencia significativa de fondos de pensión como accionistas minoritarios pagan dividendos más altos; *iii*) las compañías que presentan un grado muy bajo

o muy alto de coincidencia entre los derechos de efectivo y los de control pagan dividendos menores; *iv)* los anuncios inesperados de dividendos que hacen las compañías afiliadas a conglomerados y las empresas con un bajo grado de coincidencia entre los derechos de efectivo y los de control tienen más efectos en los precios de las acciones, y *v)* la presencia de fondos de pensión no afecta el contenido de información de los anuncios de dividendos.

Es difícil bosquejar una explicación unificadora de todos estos hallazgos. Una conclusión posible con respecto a los conflictos de agencia, la afiliación a un grupo y la política de dividendos puede ser la siguiente. Las empresas afiliadas a grupos económicos presentan peores conflictos de interés y tienden a pagar dividendos altos para compensar a los inversionistas. Por lo tanto, el mercado reacciona positivamente a sus anuncios inesperados.

De manera similar, debido a los incentivos potenciales para la expropiación de los accionistas minoritarios, los anuncios que hacen las empresas en las que el accionista que tiene el control presenta una menor coincidencia entre sus derechos de los flujos de efectivo y sus derechos de los votos tienden a tener un mayor efecto en el mercado. El hecho de que los accionistas controladores que tienen una parte muy grande de las acciones de la compañía tienden a reducir el pago de dividendos (forma de U invertida) puede ser congruente con una menor necesidad de señalar el buen comportamiento y una preferencia por menos dividendos que está relacionada con los impuestos. El hecho de que favorecen políticas más generosas de dividendos a medida que aumentan sus tenencias de acciones de la compañía, siempre que la proporción que tienen no sea muy alta, es congruente con objetivos más alineados.

Lo que encontramos respecto a los fondos de pensión es más difícil de interpretar. Encuentro que las compañías en que los fondos de pensión tienen intereses como accionistas minoritarios pagan más dividendos. Esto puede explicarse fácilmente como una consecuencia natural de que ellos favorezcan pagos de dividendos más altos en las asambleas de accionistas. No obstante, los fondos de pensión, como grupo, sólo en raras ocasiones tienen más de 10% de los votos de la compañía y, en consecuencia, no es probable que cambien las políticas de dividendos contra la voluntad del accionista que tiene el control. En este caso, el problema de endogeneidad podría ser una explicación posible, pues los fondos de pensión pueden estar favoreciendo la inversión en compañías que pagan dividendos más altos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aharony, J., y I. Swary (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance* 35, pp. 1-12.
- Arce, G., y E. Robles (2005), "Corporate Governance in Costa Rica", Banco Interamericano del Desarrollo, Research Network Working Paper núm. R-519.
- Asquith, P., y D. Mullins (1983), "The Impact of Initialing Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business* 56, pp. 77-96.
- _____, y ____ (1986), "Signalling with Dividends, Stock Repurchases and Equity Issues", *Financial Management* 15, pp. 27-44.
- Baker, M., y J. Wurgler (2004), "A Catering Theory of Dividends", *The Journal of Finance* 59 (3), pp. 1125-1165.
- Barhati, R., M. Gupta y P. Nanisetty (1998), "Are Dividends Smoothed Signals of Earnings Asymmetry?", *International Journal of Business* 3(2), pp. 1-18.
- Barnhart, Scott W., y Stuart Rosenstein (1998), "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis", *The Financial Review*, vol. 33.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", *The Bell Journal of Economics* 10, pp. 259-270.
- Bearle, A., y G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Nueva York, Macmillan.
- Bebchuk, L. (1999), "The Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control", Cambridge, Harvard Law School, Documento de Trabajo inédito.
- _____, A. Cohen y A. Ferrell (2004), "What Matters in Corporate Governance?" Harvard Law School John M. Olin Discussion Paper 491, Cambridge, Harvard Law School (puede consultarse en <http://ssrn.com/abstract=593423>).
- _____, (2005), "Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina", Banco Interamericano del Desarrollo, Research Network Working Paper núm. R-516.
- Biderman, D., y P. Jerez (2005), "Política de dividendos y estructura de propiedad: El caso chileno", tesis de licenciatura, Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica, Santiago.
- Black, B. S., H. Jang y W. Kim (2003), "Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea", Stanford Law and Economics Paper 237/Texas Law and Economics Paper 26, Stanford y Austin, Stanford University y University of Texas (disponible en <http://ssrn.com/abstract=311275>).
- Castañeda, G. (2000), "Corporate Governance in Mexico", The Latin American Corporate Governance Roundtable 26-28 April, 2000, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo.

- Claessens S., S. Djankov y L. Klapper (1999), "The Cost of Group Affiliation: Evidence from East Asia", Banco Mundial.
- , — y — (2000), "The Role and Functioning of Business Groups in East Asia and Chile", *Abante* 2(2).
- Charest, G. (1978), "Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency-II", *Journal of Financial Economics* 6 (2-3), pp. 297-330.
- Chen, Z., Y. Cheung, A. Stouraitis y A. Wong (2005), "Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong", *Pacific-Basin Finance Journal* 13, pp. 431-449.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo y D. Skinner (1992), "Dividends and Losses", *Journal of Finance* 47, pp. 1837-1863.
- , — y — (1995), "Reversal of Fortune: Dividend Policy and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics* 40, pp. 341-371.
- Easterbrook, F. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economics Review* 74, pp. 650-659.
- Errandonea, J. A., y D. Celedón (2005), "Anuncios de dividendos y conflicto de agencia: el caso de Chile", tesis de licenciatura, Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica, Santiago.
- Faccio, M., y L. Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics* 65, pp. 365-395.
- Ghemawat, P., y T. Khanna (1998), "The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies", *Journal of Industrial Economics* 46 (1), pp. 35-61.
- Gompers, P., J. Ishii y A. Metrick (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics* 118(1), pp. 107-55.
- Gugler, K., y B. B. Yurtoglu (2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", *European Economic Review* 47 (4), pp. 731-758.
- Iglesias-Palau, A. (2000), "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile", *Abante* 3(1), pp. 109-141.
- Jensen, M. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*.
- John, K., y J. Williams (1985). "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium", *Journal of Finance* 40 (4), pp. 1053-1070.
- Khan, T. (2006), "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence From UK Panel Data", *Economic Journal* 116, pp. 172-189.
- Khanna, T., y Y. Yafeh (2000), "Business Groups and Sharing around the World", Working Paper, Harvard Business School.
- , y K. Palepu (1997), "Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets", *Harvard Business Review* 75 (4), pp. 41-54.

- Khanna, T., y K. Palepu (1999a), "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", *Journal of Finance*.
- _____, y ____ (1999b), "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long Run Evidence From Chile", Harvard Business School, Working Paper 99-077.
- _____, y ____ (1999c), "Policy Shocks, Market Intermediaries, and Corporate Strategy: The Evolution of Business Groups in Chile and India", *Journal of Economics and Management Strategy* 8(2), pp. 271-310.
- _____, y J. Rivkin (2000), "Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets", Working Paper, Harvard Graduate School of Business and Administration.
- Klapper, L., y I. Love (2002), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", World Bank Policy Research Working Paper 2818.
- La Porta, R., et al (1996), "Law and Finance", NBER Working Paper 5661, Cambridge, National Bureau of Economic Research.
- ____ (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*.
- ____ (1998), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*.
- ____ (1999), "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54.
- ____ (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance* 55 (1), pp. 1-33.
- Leal, R., y A. Carvalhal-da-Silva (2005), "Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)", Banco Interamericano del Desarrollo, Research Network Working Paper núm. R-516.
- _____, ___, y S. Valadares (2000), "Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies", Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo.
- Lefort, F., y E. Walker (2000a), "Corporate Governance: A Challenge for Latin America", *Abante* 2(2), pp. 3-27.
- _____, y ____ (2000b), "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance", *Abante* 3(1), pp. 3-27.
- ____ (2007), "The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile", A. Chong y F. Lopez-de-Silanes (comp.), *Investor Protection in Latin America*, Stanford University Press (disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=676710>).
- _____, y E. Walker (2007), "Do Markets Penalize Agency Conflicts between Controlling and Minority Shareholders? Evidence from Chile", *The Developing Economies*, septiembre.

- Lefort, F., y F. Urzúa (2007), “Board Independence and Firm Performance in a Concentrated Ownership Context: The Chilean Case”, *Journal of Business Research*.
- Ley de Mercado de Valores de Chile (Ley núm. 18.405). (www.svs.cl).
- Maquieira, C., y D. Osorio (2000), “Anuncios de cambios en pagos de dividendos y su impacto en la riqueza de los accionistas: evidencia empírica en Chile”, *Estudios de Administración* 7 (1).
- Maury, B., y A. Pajuste (2002), “Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland”, *Finnish Journal of Business Economics*, 1.
- Pettit, R. (1976), “The Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation”, *The Journal of Business* 49, pp. 86-96.
- Shleifer, A., y R. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-488.
- Stein, J. (1989), “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources”, *Journal of Finance*, vol. LII, núm. 1.
- Valadares, S., y R. Leal (2000), “Ownership and Control Structure of Brazilian Companies”, *Abante* 3 (1), pp. 29-56.
- Wolfenzon, D. (1999), “A Theory of Pyramidal Structures”, Cambridge, Harvard University, inédito.