

Estudios de Administración

Volumen 22 N° 1



2015

Conservadurismo contable, concentración de propiedad y estructuras piramidales: el caso de Chile

Cristian Medina Medina

Determinantes de la venta adaptativa como capacidad dinámica de las firmas

Rony Castillo Alarcón

Estructura de capital, concentración de propiedad y política de dividendos como factores determinantes de problemas de agencia en empresas chilenas

Roberto Vallejos Villa

Índice de contenido

**Consejo editorial
Editorial board**

Editor

JORGE GREGOIRE C. **Universidad de Chile**

Editores asociados

| | |
|------------------------------|--|
| EDUARDO ACUÑA A. | Universidad de Chile |
| AUGUSTO CASTILLO R. | Universidad Adolfo Ibáñez, Chile |
| ALEX ELLINGER | University of Alabama, EE.UU. |
| MIGUEL MENDOZA H. | Universidad de Chile |
| LUIS MEZQUITA | Arizona State University, EE.UU. |
| SERGIO OLAVARRIETA S. | Universidad de Chile |
| ANDRÉS RAINERI B. | Universidad Católica de Chile |
| EDUARDO S. SCHWARTZ | Universidad de California, EE.UU. |
| FERNANDO SUÁREZ L. | Boston University, EE.UU. |
| SALVADOR ZURITA L. | Universidad Adolfo Ibáñez, Chile |
| CRISTÓBAL BARRA V. | Universidad de Chile |

La revista *Estudios de Administración* es publicada semestralmente por el Departamento de Administración de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. El objetivo de esta revista académica es la publicación de artículos correspondientes a investigaciones empíricas y ensayos teóricos que sean un aporte original en temas relativos, fundamentalmente al funcionamiento de la empresa, los mercados y sus regulaciones.

Todo artículo propuesto para publicarse será evaluado por el comité editorial y árbitros anónimos.

Para la reproducción total de cualquiera de los artículos publicados en la revista *Estudios de Administración*, solicítese previamente autorización al editor. En el caso de reproducciones parciales, bastará solo citar la fuente.

Los trabajos podrán enviarse al email jcastillo@fen.uchile.cl.

Dirección postal:

Revista *Estudios de Administración*
Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile
Diagonal Paraguay 257, oficina 1101, Santiago de Chile.

Dirección electrónica:

<http://estudiosdeadministracion.unegocios.cl>

ISSN 0717-0653 versión impresa
ISSN 0719-0816 versión en línea

Estudios de Administración

CONTENIDO

- 1 Conservadurismo contable, concentración de propiedad y estructuras piramidales: el caso de Chile**
Cristian Medina Medina

- 27 Determinantes de la venta adaptativa como capacidad dinámica de las firmas**
Rony Castillo Alarcón

- 57 Estructura de capital, concentración de propiedad y política de dividendos como factores determinantes de problemas de agencia de empresas chilenas**
Roberto Vallejos Villa

- 91 Índice de contenido**

Volumen 22
Número 1
2015

ISSN 0717-0653 versión impresa
ISSN 0719-0816 versión en línea

Representante legal:
ENNIO VIVALDI VÉJAR
Rector, Universidad de Chile
Avda. Libertador Bernardo O'Higgins 1058
Santiago de Chile

Director responsable:
JORGE GREGOIRE CERDA
Diagonal Paraguay 257, oficina 1101
Santiago de Chile

Conservadurismo contable, concentración de propiedad y estructuras piramidales: el caso de Chile

Cristian Medina Medina

Facultad de Economía y Negocios

Universidad de Chile

cmedinam@fen.uchile.cl

Abstract

The main objective of this document is to contribute through empirical evidence, to the literature that deals with the concept of accounting conservatism. Specifically, it analyzes how conservative the Chilean financial market is, and analyze the effects that the ownership structure of the firm has on the level of accounting conservatism. The sample used consists of an unbalanced panel with financial information of 119 companies listed on the Santiago de Chile stock exchange for the 2007-2011 study period, obtained from the Thomson One database (Thomson Reuters) and with data collection of the Superintendency of Securities and Insurance (SVS). The results indicate that effectively there is evidence in the Chilean market, that the concentration of property negatively affects the level of accounting conservatism. However, it is not possible to determine that in companies with pyramid-owned structures the level of accounting conservatism decreases.

Keywords: Accounting conservatism, Concentration of Property, Pyramidal Structure, Asymmetries of Information, Asymmetrical Recognition of Utilities.

Resumen

Este documento tiene como principal objetivo contribuir, mediante evidencia empírica, a la literatura que aborda el concepto del conservadurismo contable. Específicamente se analiza qué tan conservador es el mercado financiero chileno y analizar los efectos que tiene la estructura de propiedad de las empresas en el nivel de conservadurismo contable. La muestra utilizada consiste en un panel no balanceado con información financiera de 119 empresas cotizadas en la Bolsa de Santiago de Chile para el periodo de estudio 2007-2011, obtenida desde la base de datos de Thomson One (Thomson Reuters) y con recolección de datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Los resultados indican que efectivamente en el mercado chileno se evidencia que la concentración de propiedad influye negativamente en el nivel de conservadurismo contable. No obstante, no es posible determinar que en empresas con estructuras de propiedad piramidales disminuya el nivel de conservadurismo contable.

Palabras clave: Conservadurismo contable, concentración de propiedad, estructura piramidal, asimetrías de información, reconocimiento asimétrico de las utilidades.

1. Introducción

Debido a los distintos escándalos y problemas financieros que han ocurrido en las últimas décadas, es que se hace cada vez más necesario no solo contar con mercados financieros eficientes, sino que también conocer su comportamiento, para de este modo obtener información financiera oportuna y transparente para los inversionistas y para el mercado en general. De hecho, las autoridades reguladoras han tomado conciencia acerca del rol que cumple la información financiera y han promulgado reformas a los sistemas financieros, incluyendo aquellas relacionadas con el gobierno corporativo, las normativas contables y con el papel que

cumple la función de auditoría (Klapper y Love, 2004; Kothari *et al.*, 2010; Baxter y Cotter, 2009).

En este sentido, los estados financieros, y en especial las utilidades contables, juegan un papel fundamental como fuente de información transparente, siendo un factor clave en el proceso de toma de decisiones. El grado de conservadurismo de las utilidades contables, entendida como la tendencia a reconocer asimétricamente las buenas y malas noticias económicas en las utilidades contables con el tiempo (Givoly *et al.*, 2007; Roychowdhury y Watts, 2007), puede ser un factor relevante al momento de velar por información oportuna y fidedigna, mitigando ciertos problemas de información asimétrica (Watts, 2003a; Watts, 2003b).

Sin embargo, también es necesario entender cómo se comporta este conservadurismo contable, analizando en detalle cuáles son los factores por los que se ve afectado. De hecho, existen diversos estudios respecto de conservadurismo contable, entre ellos se señala que la concentración de propiedad aumenta la probabilidad de que los problemas de información asimétrica entre los gerentes y los accionistas se resuelva mediante canales de comunicación privados en vez de recurrir a información pública, reduciendo la demanda por conservadurismo (Peek *et al.*, 2010; Ball y Shivakumar, 2006; La Fond, 2005; Dargenidou *et al.*, 2007). Esto último es consistente con La Fond (2005) y con Villalonga y Amit (2006), quienes señalan que la concentración de propiedad ayuda a los propietarios a economizar los costos del monitoreo de los gerentes, disminuyendo los problemas de agencia.

Este documento tiene como principal objetivo contribuir a este tipo de literatura, aportando sustento empírico mediante la comprobación de hipótesis. Específicamente, se analiza qué tan conservador es el mercado financiero chileno y analizar los efectos que tiene la estructura de propiedad de las empresas en el nivel de conservadurismo contable.

Este estudio se estructura de la siguiente forma: partiendo con un repaso de la literatura referente al conservadurismo contable

y el efecto que tiene en él la concentración de propiedad y las estructuras de las empresas, donde también se dejan establecidas las hipótesis que se desean contrastar empíricamente. A continuación se hace una descripción de la muestra objeto de estudio, así como la presentación de las variables y metodología empleada para el análisis, después se expondrán los resultados obtenidos y comentaremos algunas de sus implicaciones. La investigación finaliza con un apartado en el que se exponen las conclusiones alcanzadas.

2. Marco teórico

El conservadurismo de las utilidades contables se entiende como la tendencia a reconocer asimétricamente las buenas y malas noticias económicas en las utilidades contables con el tiempo (Roychowdhury y Watts, 2007), es decir, una empresa se define como conservadora si al momento de enfrentarse a malas noticias, estas son reconocidas inmediatamente en la contabilidad de la empresa, por el contrario, cuando se enfrenta a buenas noticias, estas no se reflejan de inmediato en la contabilidad, debido a que necesitan un mayor nivel de confirmación de esta información. Este reconocimiento asimétrico de las noticias puede ser un factor relevante al momento de velar por tener información oportuna y fidedigna, combatiendo ciertos problemas de agencia (Watts, 2003a; Watts, 2003b).

Técnicamente, el conservadurismo contable es el reconocimiento asimétrico de las pérdidas versus las ganancias de los flujos de caja futuros esperados, es decir, es reconocer aceleradamente las pérdidas económicas en los reportes financieros en vez de las ganancias. Esta práctica contable reduce los problemas de agencia asociados con las decisiones de inversión de los gerentes (*insiders*), ya que estos saben que las pérdidas serán reconocidas inmediatamente en sus mandatos, mientras que las ganancias

probablemente serán reconocidas en gerencias posteriores, por esta razón solo tomarán proyectos que sean rentables (Ball, 2001).

Mientras un mercado informado reconoce los efectos económicos de los eventos tan pronto como ellos ocurren, la contabilidad puede no reflejar tal información inmediatamente. El reconocimiento asimétrico de la información contable de las ganancias, o conservadurismo contable, captura la tendencia a requerir un alto grado de confirmación de la información para reflejar las buenas noticias como ganancias y un menor grado de confirmación para reconocer las malas noticias como pérdidas (Basu, 1997).

El conservadurismo contable permite a los inversores externos anticipar las consecuencias negativas de las acciones tomadas por los *insiders* y reduce la probabilidad de que estos obtengan beneficios privados mediante inversiones que no maximicen valor -por ejemplo iniciando proyectos con un VAN negativo, o manteniendo proyectos que han generado pérdidas (Ball, 2001)-, debido a que el hecho de que estos sepan que los proyectos malos serán reconocidos oportunamente creará incentivos *ex ante* para que los *managers* rechacen proyectos malos (Bushman *et al.*, 2006). Por tanto, el conservadurismo contable mitiga los problemas de agencia asociados con las decisiones de inversiones de los gerentes al exigir reportes de las pérdidas en el momento que las expectativas no son buenas (Ball y Shivakumar, 2006).

Sin embargo, no todas las empresas tienen la misma probabilidad de usar el conservadurismo contable. En La Fond y Roychowdhury (2008) se muestra que empresas que tienen una alta concentración de propiedad reportan menos conservadurismo contable, debido a que los accionistas no tienen incentivos a monitorear a los gerentes, ya que hacerlo sería muy difícil y costoso (Jensen y Meckling, 1976). Esto es consistente con que los accionistas demandan un gran nivel de conservadurismo como una manera de abordar los problemas de agencia que vienen de la separación entre el control y la propiedad. Si los accionistas tienen

gran parte de su riqueza en la empresa, ellos tendrán enormes incentivos a monitorear la empresa constantemente. Por tanto, la concentración de la propiedad puede reducir los problemas de agencia entre los accionistas y los gerentes, reduciendo la demanda por conservadurismo contable. Por otra parte, los propietarios controladores son más propensos a confiar en los canales de comunicación privados (en vez de ocupar información pública) como una manera de reducir los problemas de asimetrías de información entre accionistas y los gerentes, y que también disminuye la demanda por conservadurismo contable (Peek *et al.*, 2010).

Bona *et al.* (2011) investigan si esas diferencias específicas de las empresas pueden explicar las diferencias en los niveles observados de conservadurismo contable, y también encuentran que a medida que aumenta la participación en la propiedad del accionista controlador disminuye la demanda por conservadurismo contable.

Por otra parte, existen empresas con la presencia de un accionista controlador pero con diferentes niveles de propiedad, es decir, presenta diferencias entre los derechos de voto y derechos de flujos de caja (La Porta *et al.*, 1999). Este tipo de diferencias entre el control y la propiedad del accionista controlador es característica de empresas con estructuras de propiedad piramidales. En ellas, el problema de información asimétrica entre los accionistas y los gerentes tiene más probabilidades de ser mitigada, mientras que la asimetría de información existente entre los *insiders* (gerentes de la empresa y accionistas controladores) y los *outsiders* (accionistas minoritarios de la empresa) es probable que sea mayor.

Entonces, en este documento se busca aportar a este tipo de literatura que trata acerca de los efectos que tiene la estructura de propiedad en el conservadurismo contable, analizando si las empresas que tienen un controlador mayoritario abordan el problema de agencia de información asimétrica usando el reconocimiento inmediato de las pérdidas, depende:

- Del grado de participación en la propiedad del accionista controlador
- A diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del accionista controlador.

A. Desarrollo de hipótesis

a. CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD

De acuerdo con La Fond (2005), a medida que la propiedad del controlador aumenta, también aumentan los incentivos a compartir información con el propietario dominante debido a la mayor parte del capital que es suministrado por ese accionista. A su vez, los problemas de asimetría de información entre los gerentes y los accionistas probablemente se resolverá mediante canales de comunicación privados que se desarrollan mediante relaciones informales (Ball y Shivakumar, 2006), reduciendo la demanda por conservadurismo contable como forma de monitoreo. Con esto, se predice una relación negativa entre la participación de propiedad del accionista controlador y el conservadurismo contable.

Watts (2003a, 2003b) propone una explicación alternativa para la influencia que tiene la estructura de propiedad en el conservadurismo contable, en la que se podría decir que a medida que aumenta la participación en la propiedad del controlador, probablemente la empresa tendrá menos canales externos de comunicación, debido a la pequeña proporción de capital que aportan los accionistas minoritarios. Esta reducida cantidad de canales externos de estos accionistas que no tienen acceso a la información privada de la compañía reducirá la demanda por conservadurismo contable. Asimismo, a medida que aumenta la propiedad del accionista controlador, la empresa hará menos contrataciones externas (Watts, 2003a, 2003b; La Fond, 2005), debido a una relativamente menor porción de capital que tienen los

accionistas minoritarios. La reducción en la necesidad de las empresas por mercados de capitales externos para recaudar fondos reduce la demanda de conservadurismo contable como forma de mitigar los problemas de asimetrías de información entre *insiders* y los accionistas minoritarios. Entonces, el rol externo del conservadurismo contable también predice una relación negativa entre la participación de la propiedad del accionista controlador y el conservadurismo contable.

De este modo, tanto por el rol que tiene el monitoreo y la contratación externa sobre el conservadurismo contable, se predice una relación negativa entre la participación en la propiedad del accionista controlador y el conservadurismo contable. Más formalmente:

Hipótesis 1: “Mientras mayor sea la participación en la propiedad del dueño mayoritario, menor es el nivel de conservadurismo contable”.

b. ESTRUCTURA PIRAMIDAL

En cuanto a la diferencia entre los derechos de voto y derechos de flujos de caja, Bebchuk (1999) argumenta que esta separación tiende a ser asociada con estructuras de concentración de propiedad piramidales. Argumento que encuentra sustento en Francis *et al.* (2005), quienes observan que las estructuras de propiedad que separan los derechos de voto de los derechos de flujos de caja son comunes fuera de EE.UU.; y en La Porta *et al.* (1999), quienes muestran que esta estructura de propiedad es común en países en que su sistema legal ofrece menos protección a los intereses de los accionistas minoritarios. Estas estructuras piramidales resultan del hecho en que el accionista mayoritario tiene directo control de una empresa, y esta a su vez controla otra empresa, que puede controlar en sí mismo a otra empresa, etcétera (Almeida y Wolfenzon, 2006).

Mediante la separación del control de propiedad, estas estructuras piramidales también permiten al propietario controlador crear un mercado de capital interno que puede ser usado para financiar proyectos (Cestone y Fumagalli, 2005). De hecho, Desai *et al.* (2004) encuentran que este tipo de mercados de capitales internos tienden a ser empleados para obtener fondos a un costo más bajo que en el mercado de capitales externo. De acuerdo con esto, cuando aumenta la diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de caja del propietario controlador, los accionistas minoritarios y el mercado, razonablemente van a creer que el accionista controlador puede expropiar o actuar en contra de los accionistas minoritarios, por lo que se esperaría que la empresa se enfrente a mayores costos de contratación externa (Faccio *et al.*, 2001). Este aumento de los costos de contratación externa probablemente hace que la empresa recurra al mercado de capitales interno, creado mediante su estructura piramidal, para financiar el crecimiento de la compañía. La disminución del uso de contratos externos disminuye la demanda por conservadurismo contable como una forma de mitigar la información asimétrica entre los *insiders* y los accionistas minoritarios. Por tanto, el rol de los contratos externos del conservadurismo contable también predice una relación negativa entre la diferencia de los derechos de voto y derechos en el flujo de caja y el conservadurismo contable.

Además, un aumento en la diferencia entre los derechos de voto y los de flujo de caja aumenta las preocupaciones del accionista controlador sobre la dilución de su dominio de acciones. Esta preocupación puede ser especialmente relevante cuando el accionista mayoritario tiene bajos derechos de flujo de caja, por lo que puede ser fácilmente superado en la participación accionaria por un nuevo accionista (Du y Dai, 2005). Para evitar este efecto de dilución, el accionista controlador probablemente también dependerá más de los mercados de capital internos para financiar proyectos. El mayor uso del mercado de capital interno incrementa los incentivos de los gerentes a compartir información con el

accionista controlador. Por tanto, el rol de monitoreo del conservadurismo contable predice una relación negativa entre la diferencia de derechos de voto y derechos de flujo de caja del propietario controlador y el conservadurismo contable.

Por último, esta preferencia por los mercados de capitales internos aumenta los incentivos de los gerentes para compartir información con el accionista controlador, por lo que la asimetría de información entre el gerente y los accionistas probablemente se resolverá por canales de comunicación privados.

Por tanto, en conjunto, estos argumentos sugieren una relación negativa entre la diferencia entre los derechos de voto y de flujo de caja del accionista mayoritario y el conservadurismo contable. Más formalmente:

Hipótesis 2: “Mientras mayor sea la diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujos de caja del accionista controlador, menor es el nivel de conservadurismo contable”.

3. Muestra, modelos y variables

A. Muestra

La data utilizada consiste en un panel no balanceado de 529 observaciones y 119 empresas cotizadas en la Bolsa de Santiago de Chile para el periodo de estudio 2007-2011. La información para el análisis empírico se obtuvo por medio de distintas fuentes de información. En primer lugar se ha empleado Thomson One (Thomson Reuters) con la finalidad de obtener información financiera confiable y alguna información de la propiedad de las empresas. Luego, para identificar el último accionista y estimar la existencia de separación entre derechos de voto y derechos de flujo de caja se ha recurrido a un proceso de recolección manual de datos,

que incluye información descargada de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), memorias anuales, noticias de prensa, información corporativa de las correspondientes páginas *webs*, así como también búsqueda de escrituras de constituciones de sociedades que participan en la propiedad de las empresas pero que no son reguladas por entidades como la SVS. Esta metodología identifica al último propietario de la empresa para cada año, lo que ayuda a mitigar los problemas asociados con asumir que la estructura de propiedad de la empresa se mantiene sin cambios durante el periodo de la muestra.

Como se mencionó anteriormente, las estructuras piramidales son la forma más común de separar los derechos de voto de los derechos de flujo de caja en el caso chileno. Por tanto, considerando toda la literatura que trata acerca de la existencia de un último accionista (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002), se ha seguido varios pasos para identificar el último accionista de la cadena de control y, específicamente, la concentración de la propiedad, la participación en los derechos de voto, derechos por sobre los flujos de caja de la empresa y el grado de separación entre ambas.

La metodología comienza por la identificación de la cadena de control de la empresa hasta llegar al último propietario. Esto es, identificar al principal accionista o empresa controladora (o ambas si hay participación directa e indirecta) de la empresa más alejada de la cadena de propiedad, para luego analizar el principal accionista o empresa de la organización que se encuentra un eslabón más arriba de la cadena de propiedad, y así sucesivamente hasta llegar al último accionista quien controla toda la cadena de propiedad. Es admisible señalar que esta metodología típicamente asume que el accionista debe tener al menos 20% de los votos totales (directa e indirectamente), suficiente para que un accionista se considere el controlador de una compañía.

Una vez identificada la identidad del último accionista, se procede a calcular los derechos de voto y derechos de flujo de caja.

Para el cálculo de los derechos de voto se considera que cuando existen múltiples accionistas en la cadena de control que poseen más del 10% de la propiedad, los derechos de voto del último accionista se obtienen como el porcentaje de la propiedad que el último accionista logra de manera directa e indirecta, y en aquellos casos donde existen participaciones indirectas se considera el “vínculo más débil” de la cadena o la menor participación dentro de la cadena.

A continuación se procede a generalizar el cálculo de los derechos de voto (DV), los derechos de flujo de caja (DFC), y la separación (DVDFC) del último accionista. Primero, los derechos de voto (DV) del último accionista de la cadena se obtienen como:

$$DV = \text{Min}_{\{1, \dots, n\}} \{\alpha_i\} \quad (1).$$

Donde α_i corresponde a los derechos de voto de cada empresa i , a lo largo de una cadena de control que va desde 1 hasta n empresas, hasta llegar al último propietario. Por otro lado, los derechos de flujos de caja (DFC) del último accionista de la cadena se obtienen calculando lo siguiente:

$$DFC = \prod_{i=1}^n DV \quad (2).$$

Es decir, estos derechos corresponden a la multiplicación de todos los derechos de voto desde la empresa $i=1$ hasta n empresas que conforman la cadena de control hasta llegar al último propietario.

Para ilustrar lo anterior, supongamos que, por ejemplo, si el “Accionista 1” es el accionista principal de la “Empresa A”, con un 26% de sus derechos de voto, y a su vez la “Empresa A” es el accionista principal de la “Empresa B”, con 32% de sus derechos de voto, entonces podemos decir que la “Empresa B” es controlada por el “Accionista 1”, con un nivel de control del 26% (min (26%; 32%)). En este caso, el último propietario de la “Empresa B”

controla la compañía indirectamente por medio de la “Empresa A”. Tenga en cuenta, sin embargo, que el “Accionistas 1” solo tiene el 8,32% de los derechos de flujo de caja de la “Empresa B”, que viene dada por el producto de los porcentajes de tenencias de los accionistas a lo largo de la cadena ($0,0832=0,26*0,32$). La utilización de esta estructura necesariamente implica que exista una diferencia entre los derechos de voto y los derechos de flujos de caja del accionista controlador. Esta distinción es importante, ya que, mientras que los derechos de flujos de caja miden los derechos económicos de los accionistas, los derechos de voto miden el control que tienen los accionistas respecto de las decisiones más importantes de la compañía, como decisiones relativas a las fusiones, absorciones, elección de directores o la elección de los altos gerentes.

Para calcular esta diferencia, propia de las estructuras piramidales, entre los derechos de voto (control) y los derechos de flujo de caja (propiedad) del último propietario (DVDFC) se tienen el siguiente cálculo:

$$DVDFC = DV - DFC \quad (3).$$

Para las empresas que no presentan separación, la separación será igual a 0, y para las empresas con derechos de voto superiores a los de flujo de caja esta medida será mayor que 0.

B. Modelos y variables

Siguiendo trabajos previos, se utilizó el modelo propuesto por Basu (1997), que mide el reconocimiento asimétrico de las utilidades como medida de conservadurismo contable. Este modelo utiliza las rentabilidades anuales de las acciones como medida *proxy* de las buenas y malas noticias y que se sustenta en la intuición de que los precios de las acciones incorporan oportunamente toda la

información que arriba al mercado desde las múltiples fuentes informativas (incluyendo las utilidades reportadas), por lo que los cambios en los precios son una medida que captura todas las noticias durante un periodo. En concreto, Basu (1997) propone un modelo en el que los ingresos (contables) dependen de los retornos (positivos y negativos), como *proxy* de las buenas y malas noticias:

Ecuación (1):

$$X_{it} = \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it}$$

Donde X representa las utilidades por acción dividida por el precio de la acción al comienzo del periodo; R representa la rentabilidad anual de los precios de las acciones y DR_{it} es una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando la rentabilidad anual de los precios de las acciones (R_{it}) es negativa, y cero cuando es positiva. Por tanto, la respuesta de las ganancias a las malas noticias es capturada por el término $DR_{it} * R_{it}$.

El coeficiente β_1 mide la respuesta de las ganancias contables a las buenas noticias, mientras que la sensibilidad a las malas noticias es capturada por la combinación de β_1 y β_3 . El coeficiente β_3 captura la sensibilidad de las utilidades a las malas noticias o, en otras palabras, el nivel de reconocimiento asimétrico de las utilidades (o conservadurismo) y es de esperar que este sea positivo y significativo, comúnmente llamado coeficiente de asimetría.

Con el fin de analizar la influencia que tiene el nivel de participación en la propiedad del accionista mayoritario final, se realiza una extensión del modelo propuesto por Basu (1997) para incluir una variable del nivel de los derechos de flujo de caja que tiene el dueño final de la empresa (DFC), por lo que se tiene la siguiente ecuación:

Ecuación (2):

$$X_{it} = \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it} + \beta_4 * DFC_{it} \\ + \beta_5 * R_{it} * DFC_{it} + \beta_6 * DR_{it} * DFC_{it} + \beta_7 * DR_{it} * R * DFC_{it}.$$

También se realiza otra extensión al modelo de Basu (1997) para analizar la influencia que tiene el nivel de participación en la propiedad del accionista mayoritario final, pero esta vez desde el punto de vista del grado de derechos de voto que tiene el dueño final de la empresa (DV_{it}), por lo que se tiene la siguiente ecuación:

Ecuación (3):

$$X_{it} = \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it} + \beta_4 * DV_{it} \\ + \beta_5 * R_{it} * DV_{it} + \beta_6 * DR_{it} * DV_{it} + \beta_7 * DR_{it} * R * DV_{it}.$$

En las ecuaciones (2) y (3), al igual que en la ecuación original de Basu (1997), la sensibilidad de las ganancias a una mala noticia para las empresas sigue siendo capturada por los coeficientes β_1 y β_3 . Por otra parte, β_5 y β_7 capturan el efecto del aumento del grado de propiedad que tiene el accionista mayoritario. Por tanto β_3 entrega el coeficiente de asimetría marginal que tienen las malas noticias dependientes del nivel de propiedad que tiene el accionista mayoritario, y β_7 estima la asimetría marginal del nivel de propiedad del accionista mayoritario.

Por último, para evaluar la segunda hipótesis que se planteó, se realiza otra extensión al modelo de Basu (1997), con el fin de analizar el comportamiento que tiene el conservadurismo contable, si al efecto de la propiedad se añade el hecho de tener estructuras piramidales de control. Para ello se agrega una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando existe diferencia entre el derecho de voto y derecho de flujo de caja que tiene el accionista mayoritario, y 0 en caso contrario:

Ecuación (4):

$$\begin{aligned}
 X_{it} = & \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it} + \beta_4 * DFC_{it} \\
 & + \beta_5 * R_{it} * DFC_{it} + \beta_6 * DR_{it} * DFC_{it} + \beta_7 * DR_{it} * R * DFC_{it} \\
 & + \beta_8 * DVDFC_{it} + \beta_9 * R * DVDFC_{it} + \beta_{10} * DR_{it} * DVDFC_{it} \\
 & + \beta_{11} * DR_{it} * R_{it} * DVDFC_{it}.
 \end{aligned}$$

Donde β_3 entrega el coeficiente de asimetría marginal que tienen las malas noticias dependientes del nivel de propiedad que tiene el accionista mayoritario y de la existencia de separación entre los derechos de voto y derechos de flujos de caja del accionista mayoritario, β_7 estima el coeficiente de asimetría marginal del nivel de propiedad del accionista mayoritario, y β_{11} estima el coeficiente de asimetría marginal que aporta la existencia de separación de propiedad entre los derechos de voto y derechos de flujos de caja del accionista controlador.

En todas las ecuaciones antes mencionadas, para controlar la incidencia de otras variables que podrían afectar al conservadurismo contable, se incluyen ciertas variables de control: apalancamiento (*Lev*), medido como deuda total dividida por el total de activos al cierre del ejercicio; la variable *size*, medida como el logaritmo natural del valor de mercado del patrimonio; y variables de control temporales (año) y de corte transversal (sector económico). Además se incluye una variable *dummy* que indica si la empresa cuenta o no con IFRS, esto último basado en el trabajo de Jara y Arias (2012), quienes encuentran que el cambio de normativa contable desde NIC a IFRS que ocurrió en Chile en 2009 generó un aumento del grado de conservadurismo contable que presentan las empresas chilenas.

3. Resultados

En la tabla 1 se muestran los resultados de las estimaciones para la ecuación (2), utilizando distintas interacciones de las variables de control, en donde se analiza el efecto de la concentración de

propiedad que tiene el accionista mayoritario de la empresa respecto del conservadurismo contable.

Tabla 1

Conservadurismo contable y derechos de flujo de caja

| VARIABLES | (1) X | (2) X | (3) X | (4) X | (5) X | (6) X |
|--------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| R | 0,001 (0,059) | 0,001 (0,059) | -0,000 (0,059) | -0,005 (0,058) | -0,004 (0,058) | -0,012 (0,058) |
| DR | -0,072* (0,041) | -0,073* (0,041) | -0,066 (0,041) | -0,080* (0,041) | -0,075* (0,041) | -0,075* (0,041) |
| DRxR | 0,201* (0,117) | 0,205* (0,117) | 0,202* (0,117) | 0,201* (0,116) | 0,252** (0,117) | 0,253** (0,116) |
| DFC | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,001** (0,001) |
| RxDFC | 0,003** (0,001) | 0,003** (0,001) | 0,003** (0,001) | 0,003** (0,001) | 0,003** (0,001) | 0,003** (0,001) |
| DRxDFC | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,002* (0,001) | 0,002* (0,001) | 0,002* (0,001) |
| DRxRxDFC | -0,006*** (0,002) | -0,006*** (0,002) | -0,006*** (0,002) | -0,006*** (0,002) | -0,007*** (0,002) | -0,007*** (0,002) |
| Constant | 0,082*** (0,029) | 0,088*** (0,030) | 0,082 (0,056) | 0,231*** (0,059) | 0,099*** (0,032) | 0,268*** (0,074) |
| IFRS | | SI | | | | SI |
| CONTROL | | | SI | | | SI |
| SECTOR | | | | SI | | SI |
| AÑO | | | | | SI | SI |
| Observations | 529 | 529 | 525 | 529 | 529 | 525 |
| R-squared | 0,195 | 0,196 | 0,209 | 0,234 | 0,224 | 0,277 |

Coefficientes estimados (estadístico-t) de la Ecuación (2) para las empresas de la muestra.

$$X_{it} = \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it} + \beta_4 * DFC_{it} + \beta_5 * R_{it} * DFC_{it} + \beta_6 * DR_{it} * DFC_{it} + \beta_7 * DR_{it} * R * DFC_{it}.$$

*** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%,

** inferior al 5% y

* inferior al 10%.

Error estándar en paréntesis.

Como se puede apreciar, en todas las columnas se tiene que el coeficiente de la variable $DR_{it} * R_{it} (\beta_3)$ es positivo y estadísticamente significativo, lo que evidencia que las utilidades contables son más sensibles a las malas noticias o, es decir, existe reconocimiento asimétrico de las utilidades. También se tiene que el coeficiente del término $DR_{it} * R_{it} * DFC_{it} (\beta_7)$ es negativo y estadísticamente significativo, lo que indica que este reconocimiento asimétrico de las utilidades disminuye a medida que aumenta la participación de la propiedad que tiene el accionista mayoritario, lo que es consistente con la hipótesis 1 que se planteó en un comienzo.

Cada una de las columnas de cada tabla de resultados difiere de acuerdo con la combinación y uso de las distintas variables de control empleadas en el modelo.

Por su parte, en la tabla 2 se muestran los resultados de las estimaciones para la ecuación (3), también utilizando distintas interacciones de las variables de control, en donde se analiza el efecto de la concentración de propiedad que tiene el accionista mayoritario de la empresa sobre el conservadurismo contable, pero esta vez desde el punto de vista de los derechos de voto que tiene.

En este caso los resultados arrojan el mismo comportamiento de las variables que en la Ecuación (2), pero esta vez los resultados solo son estadísticamente significativos para el término $DR_{it} * R_{it} * DV_{it} (\beta_7)$.

Por último, en la tabla 3 se analiza la ecuación (4), donde se tiene que el efecto asimétrico marginal que tienen las malas noticias dependiente de si existe o no diferencia entre los derechos de flujos de caja y derechos de voto, $\beta_{11} (DR_{it} * R_{it} * DVDFC_{it})$, es negativo, pero no es estadísticamente significativo. Por tanto, no es posible determinar que si existen estructuras de control piramidales en la empresa, se tendrá una disminución en el conservadurismo contable, por lo que no hay consistencia con la hipótesis 2 que se planteó anteriormente.

Tabla 2

*Conservadurismo contable
y derechos de flujo de caja*

| VARIABLES | (1) X | (2) X | (3) X | (4) X | (5) X | (6) X |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| R | 0,069 (0,059) | 0,071 (0,060) | 0,068 (0,059) | 0,054 (0,059) | 0,057 (0,059) | 0,035 (0,058) |
| DR | -0,036 (0,048) | -0,037 (0,048) | -0,030 (0,048) | -0,047 (0,048) | -0,047 (0,048) | -0,049 (0,048) |
| DRxR | 0,204 (0,138) | 0,208 (0,138) | 0,194 (0,137) | 0,213 (0,136) | 0,266* (0,137) | 0,270** (0,135) |
| DV | -0,000 (0,001) | -0,000 (0,001) | -0,000 (0,001) | -0,000 (0,001) | -0,000 (0,001) | -0,001 (0,001) |
| RxDV | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,002 (0,001) | 0,002 (0,001) | 0,002 (0,001) |
| DRxDV | 0,000 (0,001) | 0,000 (0,001) | 0,000 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) |
| DRxRxDV | -0,005** (0,002) | -0,005** (0,002) | -0,005** (0,002) | -0,006** (0,002) | -0,006*** (0,002) | -0,006*** (0,002) |
| Constant | 0,051 (0,032) | 0,057* (0,033) | 0,061 (0,058) | 0,209*** (0,062) | 0,073** (0,035) | 0,260*** (0,076) |
| IFRS | | SI | | | | SI |
| CONTROL | | | SI | | | SI |
| SECTOR | | | | SI | | SI |
| AÑO | | | | | SI | SI |
| Observations | 529 | 529 | 525 | 529 | 529 | 525 |
| R-squared | 0,187 | 0,187 | 0,200 | 0,226 | 0,216 | 0,268 |

Coefficientes estimados (estadístico-t) de la Ecuación (3) para las empresas de la muestra.

$$X_{it} = \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it} + \beta_4 * DV_{it} + \beta_5 * R_{it} * DV_{it} + \beta_6 * DR_{it} * DV_{it} + \beta_7 * DR_{it} * R * DV_{it}.$$

*** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%,

** inferior al 5% y

* inferior al 10%.

Error estándar en paréntesis.

Tabla 3
Conservadurismo contable y separación DV-DFC

| VARIABLES | (1) X | (2) X | (3) X | (4) X | (5) X | (6) X |
|--------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| R | 0,035 (0,066) | 0,036 (0,066) | 0,039 (0,066) | 0,024 (0,066) | 0,021 (0,066) | 0,011 (0,065) |
| DR | -0,074 (0,055) | -0,075 (0,055) | -0,066 (0,055) | -0,080 (0,054) | -0,082 (0,054) | -0,078 (0,054) |
| DRxR | 0,230* (0,137) | 0,233* (0,137) | 0,199 (0,137) | 0,247* (0,135) | 0,296** (0,137) | 0,288** (0,135) |
| DFC | -0,000 (0,001) | -0,000 (0,001) | -0,000 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) | -0,001 (0,001) |
| RxDfC | 0,002 (0,002) | 0,002 (0,002) | 0,002 (0,002) | 0,002 (0,002) | 0,003* (0,002) | 0,003** (0,002) |
| DRxDfC | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,001 (0,001) | 0,002 (0,001) | 0,002 (0,001) | 0,002* (0,001) |
| DRxRxDfC | -0,006*** (0,002) | -0,006*** (0,002) | -0,006** (0,002) | -0,006*** (0,002) | -0,007*** (0,002) | -0,007*** (0,002) |
| DVDfC | 0,025 (0,032) | 0,026 (0,032) | 0,037 (0,032) | 0,024 (0,031) | 0,017 (0,031) | 0,027 (0,031) |
| RxDVDfC | -0,055 (0,050) | -0,056 (0,050) | -0,062 (0,050) | -0,048 (0,049) | -0,040 (0,049) | -0,034 (0,049) |
| DRxDVDfC | -0,008 (0,046) | -0,008 (0,046) | -0,007 (0,046) | -0,010 (0,045) | -0,000 (0,045) | -0,003 (0,045) |
| DRxRxDVDfC | -0,052 (0,115) | -0,051 (0,115) | -0,003 (0,116) | -0,084 (0,115) | -0,078 (0,114) | -0,070 (0,114) |
| Constant | 0,065* (0,039) | 0,071* (0,040) | 0,065 (0,060) | 0,218*** (0,064) | 0,087** (0,041) | 0,259*** (0,077) |
| IFRS | | SI | | | | SI |
| CONTROL | | | SI | | | SI |
| SECTOR | | | | SI | | SI |
| AÑO | | | | | SI | SI |
| Observations | 529 | 529 | 525 | 529 | 529 | 525 |
| R-squared | 0,203 | 0,204 | 0,218 | 0,243 | 0,232 | 0,285 |

Coefficientes estimados (estadístico-t) de la Ecuación (4) para las empresas de la muestra.

$$\begin{aligned}
 X_{it} = & \alpha + \beta_1 * R_{it} + \beta_2 * DR_{it} + \beta_3 * DR_{it} * R_{it} + \beta_4 * DFC_{it} + \beta_5 * R_{it} * DFC_{it} \\
 & + \beta_6 * DR_{it} * DFC_{it} + \beta_7 * DR_{it} * R * DFC_{it} + \beta_8 * DVDfC_{it} + \beta_9 * R * DVDfC_{it} \\
 & + \beta_{10} * DR_{it} * DVDfC_{it} + \beta_{11} * DR_{it} * R_{it} * DVDfC_{it}
 \end{aligned}$$

*** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%,

** inferior al 5% y

*inferior al 10%.

Error estándar en paréntesis

4. Conclusiones

Uno de los principales elementos que se necesita en un mercado financiero para su correcto funcionamiento es el flujo de información, y que este garantice que sea oportuna y fidedigna. Entre las distintas fuentes de información se encuentra aquella contenida en los estados financieros y, en especial, en las utilidades contables, la que resulta relevante debido a sus implicaciones en la medición del desempeño y en la valoración de las empresas.

En este sentido, las propiedades de las utilidades contables resultan un factor clave en el proceso de toma de decisiones. El grado de conservadurismo de las utilidades contables, entendida como la tendencia a reconocer asimétricamente las buenas y malas noticias económicas en las utilidades contables con el tiempo, puede ser un factor relevante al momento de velar por información oportuna y fidedigna, atenuando ciertos problemas de información asimétrica.

Este trabajo tiene como principal objetivo aportar a la literatura que trata respecto del conservadurismo contable, entendiendo además qué tan conservador es el mercado financiero chileno y analizar los efectos que tiene la estructura de propiedad en el conservadurismo contable.

Los resultados indican que efectivamente en el mercado chileno, como es señalado en literatura previa, se encuentra que la concentración de propiedad influye negativamente en el nivel de conservadurismo contable, es decir, a medida que aumenta la participación de propiedad que tiene el accionista controlador, disminuye la tendencia a reconocer anticipadamente en las utilidades contables las malas noticia versus las buenas noticias.

No obstante, no es posible determinar que en empresas con estructuras de propiedad piramidales disminuye el nivel de conservadurismo contable, por lo que no hay consistencia con la hipótesis 2 planteada en el documento.

Por último, considero que es necesario reforzar algunos de estos resultados (primera hipótesis) e intentar encontrar otros que apoyen la literatura previa (segunda hipótesis) utilizando una muestra más amplia, que considere un rango de tiempo mayor, que permita utilizar otra metodología, por ejemplo el Método Generalizado de Momentos (GMM) y que así haga obtener resultados más representativos del mercado financiero local.

Referencias

- ALMEIDA, H. and D. WOLFENZON (2006), "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *The Journal of Finance*, Vol. LXI, N° 6.
- BALL, R. (2001), "Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, Vol. 2001(1), pp. 127-169.
- BALL, R. and L. SHIVAKUMAR (2006), "The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44(2), pp. 207-242.
- BASU, S. (1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24(1), pp. 3-37.
- BAXTER, P. and J. COTTER (2009), "Audit committees and earnings quality", *Accounting & Finance*, Vol. 49(2), pp. 267-290.
- BEBCHUK, L. A. (1999), "A rent-protection theory of corporate ownership and control", *National Bureau of Economic Research*, (N° w7203).
- BONA-SÁNCHEZ, C., J. PÉREZ-ALEMÁN and D.J. SANTANA-MARTÍN (2011), "Ultimate ownership and earnings conservatism", *European Accounting Review*, Vol. 20(1), pp. 57-80.
- BUSHMAN, R.M. and J.D. PIOTROSKI (2006), "Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42(1-2), pp. 107-148.
- DARGENIDOU, C., S. MCLEAY and I. RAONIC (2007), "Ownership, investor protection and earnings expectations", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34(1-2), pp. 247-268.
- CESTONE, G. and C. FUMAGALLI (2005), "The strategic impact of resource flexibility in business groups", *RAND Journal of Economics*, Vol. 36(1), pp. 193-214.
- CLAESSENS, S., S. DJANKOV and L.H. LANG (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58(1-2), pp. 81-112.

- DESAI, M. A., C.F. FOLEY and J.R. HINES (2004), "A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets", *The Journal of Finance*, Vol. 59(6), pp. 2451-2487.
- DU, J. and Y. DAI (2005), "Ultimate corporate ownership structures and capital structures: Evidence from East Asian economies", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13(1), pp. 60-71.
- FACCIO, M., L.H. LANG and L. YOUNG (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, Vol. 91(1), pp. 54-78.
- FACCIO, M. and L.H. LANG (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65(3), pp. 365-395.
- FRANCIS, J., K. SCHIPPER and L. VINCENT (2005), "Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39(2), pp. 329-360.
- GIVOLY, D., C.K. HAYN and A. NATARAJAN (2007), "Measuring reporting conservatism", *The Accounting Review*, Vol. 82(1), pp. 65-106.
- JARA, M. and J. ARIAS (2012), "The effect of mandatory IFRS adoption on accounting conservatism of reported earnings: evidence from Chilean firms", *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 26(1), pp. 139-169.
- JENSEN, M. C. and W.H. MECKLING (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), pp. 305-360.
- KLAPPER, L. F. and I. LOVE (2004), "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10(5), pp. 703-728.
- KOTHARI, S. P., K. RAMANNA and D.J. SKINNER (2010), "Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50(2-3), pp. 246-286.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES and A. SHLEIFER (1999), "Corporate ownership around the world", *The journal of Finance*, Vol. 54(2), pp. 471-517.

- LA FOND, R. (2005), "The influence of ownership structure on earnings conservatism and the informativeness of stock prices: An international comparison", *Sloan School of Management*, Working Paper.
- LA FOND, R. and S. ROYCHOWDHURY (2008), "Managerial ownership and accounting conservatism", *Journal of Accounting Research*, Vol. 46(1), pp. 101-135.
- PEEK, E., R. CUIJPERS and W. BUIJINK (2010), "Creditors' and shareholders' reporting demands in public versus private firms: Evidence from Europe", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 27(1), pp. 49-91.
- ROYCHOWDHURY, S. and R.L. WATTS (2007), "Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44(1-2), pp. 2-31.
- VILLALONGA, B. and R. AMIT (2006), "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80(2), pp. 385-417.
- WATTS, R.L. (2003a), "Conservatism in accounting part I: Explanations and implications", *Accounting Horizons*, Vol. 17(3), pp. 207-221.
- WATTS, R.L. (2003b), "Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities", *Accounting Horizons*, Vol. 17(4), pp. 287-301.

Determinantes de la venta adaptativa como capacidad dinámica de las firmas

Rony Castillo Alarcón

Facultad de Economía y Negocios

Universidad Finis Terrae

rcastillo@uft.edu

Abstract

In recent years, the scientific community has deepened its research in the field of sales, exploring the characteristics and impact of adaptive sales on sales team performance, while in the discipline of strategic studies, the analysis and understanding of dynamic capabilities of firms as a mechanism to increase their competitiveness in changing environments, has also won a prominent place for both the academic and practical world. In this analysis, Adaptive Sale is exposed to different theoretical structural elements that distinguish it as a high-level Strategic Dynamic Capacity, incorporating characteristics that give it the potential to learn and accumulate skills from its internal competences in order to conduct itself in a flexible way through the dynamic changes of the environment. Throughout an integration analysis that exposes the similar characteristics of these seminal constructs, this review argues that the Adaptive Sale has, in a consistent manner with the definition of the theoretical framework of the Dynamic Capacities, three perspectives of approximation associated with the Life Cycle of Sales Management, in the general configuration of the firm's resources and in the specific nature of these capabilities, which translate into different cognitive abilities necessary to deploy behaviors and routines to detect opportunities and threats from the competitive environment. The article concludes that the Adaptive Sale, when considered as a dynamic capacity, has a role that projects

it beyond a good practice of low order behavioral routines, constituting a mediating role of the Sales Orientations and with a clear impact in the management of the Sales Management to provide high value final offers that allow to achieve sustainable competitive advantages and superior performance.

Keywords: Accounting conservatism, Concentration of Property, Adaptive Sale, Customer Orientation, Market Orientation, Dynamic Capabilities.

Resumen

Durante los años recientes, la comunidad científica ha profundizado su investigación en el campo de ventas, explorando las características e impacto de la venta adaptativa en el desempeño de equipo de ventas, mientras que en la disciplina de estudios estratégicos, el análisis y comprensión de las capacidades dinámicas de las firmas como mecanismo para incrementar su competitividad ante entornos cambiantes, también ha ganado un lugar destacado tanto para el mundo académico como práctico.

En el presente análisis se expone a la venta adaptativa con distintos elementos estructurales teóricos que la distinguen como una capacidad dinámica estratégica de alto nivel, incorporando características que le confieren el potencial para aprender y acumular habilidades de sus competencias internas para conducirse en forma flexible en los cambios dinámicos del entorno. Mediante un análisis de integración que expone las características similares de estos constructos seminales, la presente revisión sostiene que la venta adaptativa tiene, en forma coherente con la definición del marco teórico de las capacidades dinámicas, tres perspectivas de aproximación asociadas al ciclo de vida de la gestión de ventas, en la configuración general de los recursos de la firma y en la naturaleza específica de estas capacidades, que se traducen en diferentes habilidades cognitivas necesarias para desplegar comportamientos y rutinas para detectar oportunidades y amenazas del entorno competitivo. El artículo concluye que la venta adaptativa al ser considerada como una capacidad dinámica, tiene un rol que la proyecta más allá que solo una buena práctica de rutinas conductuales de bajo orden, constituyéndose en un rol mediador de las orientaciones de ventas y con un claro impacto en la gestión de la gerencia de ventas para proporcionar ofertas finales de alto valor

que permitan alcanzar ventajas competitivas sostenibles y un desempeño superior.

Palabras clave: Venta adaptativa, orientación al cliente, orientación al mercado, capacidades dinámicas.

1. Introducción

El presente análisis de integración utiliza la perspectiva de las capacidades dinámicas para evaluar cómo la venta adaptativa tiene los elementos estructurales para constituirse en una de estas capacidades, generando un proceso organizacional que articula el uso de las dos orientaciones distintivas de ventas, que son la orientación a las ventas (*selling orientation*) y la orientación a clientes (*customer orientation*), dotando a las firmas de una verdadera capacidad dinámica de ventas, que las lleve a obtener ventajas competitivas sostenibles y permitir obtener un desempeño superior.

Mientras las capacidades dinámicas se definen como la habilidad de la firma para integrar, construir y reconfigurar competencias internas y externas para dirigir los cambios ambientales (Teece, Pisano y Shuen, 1997), la venta adaptativa se conceptualiza como un proceso empleado por la fuerza de ventas para incrementar su desempeño, también en respuesta a los cambios de sus clientes y a sus nuevas necesidades (Cheng y Jaramillo, 2013; Chonko y Jones, 2005).

El objetivo del presente artículo es entonces robustecer los elementos y procesos propios de la venta adaptativa como recurso valioso a utilizar en entornos cambiantes y desafiantes, para generar de esta forma una capacidad organizacional que se materialice en rutinas de alto nivel en mercados hipercompetitivos y de alta velocidad (Rippé *et al.*, 2016).

La contribución del presente artículo es posicionar a la venta adaptativa como una capacidad dinámica que la proyecte no solo en una buena práctica de rutinas conductuales de los vendedores, sino en una capacidad organizacional dirigida y articulada por la alta gerencia de ventas para proporcionar ofertas finales de alto valor que permitan a las firmas alcanzar ventajas competitivas sostenibles y un desempeño superior.

La venta adaptativa, por sus características de flexibilidad, adaptabilidad y comprensión de las necesidades de los clientes (Weitz, Sujan y Sujan, 1986; Hughes, Le Bon y Rapp, 2013), es entonces un aspecto que merece una mayor profundización en la investigación en el campo de las ventas asociado a su potencial como capacidad dinámica y para obtener un alto desempeño, aspecto que se expone en el presente análisis (Franke y Park, 2006).

El artículo se organiza de la siguiente forma, en primer término se analizan las definiciones conceptuales de las capacidades dinámicas y su rol en los negocios, para a continuación presentar las distintas orientaciones de ventas que influyen en el comportamiento de venta adaptativa, para posteriormente exponer las características de la venta adaptativa. Finalmente, se detalla el análisis de integración a base de los lineamientos de MacInnis (2011), donde se presentan las similitudes teóricas entre los constructos de venta adaptativa y capacidades dinámicas, para finalizar con conclusiones e implicancias para el mundo práctico.

2. Capacidades dinámicas y su rol en negocios

Desde la publicación del artículo seminal de los autores Teece, Pisano y Shuen (1997), las capacidades dinámicas han alcanzado una dimensión relevante para el mundo académico y práctico por sus relevantes consideraciones para el desempeño de las organizaciones.

Estas se definen como la habilidad de la firma para integrar, construir y reconfigurar competencias internas y externas para dirigir los rápidos cambios ambientales (Teece, Pisano y Shuen, 1997).

Estas capacidades reflejan la habilidad de una organización para alcanzar formas nuevas e innovadoras de ventajas competitivas, mediante rutas de dependencia y posiciones de mercado (Leonard-Barton, 1992).

Por su parte, existen algunos autores que plantean que las capacidades dinámicas se relacionan con habilidades específicas para desarrollar tareas de una manera aceptable y repetible (Helfat *et al.*, 2007; Teece, 2000, 2007; Winter, 2003; Zahra *et al.*, 2006).

El foco central de las competencias dinámicas está en su habilidad para alcanzar nuevas formas de ventajas competitivas, enfatizando dos aspectos claves que son propios de su propia denominación (Ambrosini y Bowman, 2009):

Desde la base de las capacidades: Las que enfatizan el rol clave de la gestión estratégica en adaptar, integrar y reconfigurar las habilidades organizacionales internas y externas, recursos y competencias funcionales para desempeñarse en ambientes cambiantes (Ambrosini y Bowman, 2009).

Con una perspectiva dinámica: Referida a su capacidad para renovar competencias y alcanzar congruencia con el ambiente cambiante, por medio de una explotación simultánea de las capacidades internas existentes y las externas específicas de la firma (Ambrosini y Bowman, 2009).

Las capacidades dinámicas son entonces vistas como una aproximación dinámica y emergente para comprender las nuevas fuentes de ventajas competitivas. Estas integran la investigación en áreas como la I&D, desarrollo de productos, transferencia tecnológica, propiedad intelectual, fabricación, RR.HH. y

aprendizaje organizacional, los que tradicionalmente se encontraban fuera de la estrategia (Teece, Pisano y Shuen, 1997).

Existen tres dimensiones de la firma que deben ser comprendidas para evaluar las competencias y capacidades distintivas de la firma (Teece, Pisano y Shuen, 1997):

La dimensión de sus procesos: Es decir, la forma en que las cosas son hechas en la firma, desde la perspectiva de sus rutinas y patrones operacionales.

La dimensión de su posición: La que se asocia al endoso de sus recursos como la tecnología, propiedad intelectual, activos complementarios y relaciones externas con proveedores, para alcanzar su desempeño, entre otras.

La dimensión de sus rutas: Poniendo como base los caminos históricos que ha trazado la firma hasta llegar a su situación actual, considerando alternativas estratégicas disponibles para la firma y sus rutas de dependencia asociadas (Teece, Pisano y Shuen, 1997).

De esta forma, los factores clave de las competencias distintivas no están determinados por la presencia de la firma en un mercado en sí misma, sino que mediante un conjunto de competencias y capacidades que son construidas y no solamente compradas (Teece, Pisano y Shuen, 1997).

Por su parte, autores como Zollo y Winter (2002) definen las competencias dinámicas como un patrón estable y aprendido de actividades colectivas, en donde la organización genera y modifica sistemáticamente sus rutinas para optimizar su efectividad.

Es precisamente desde esta perspectiva que el desarrollo de competencias y habilidades para el desarrollo de las actividades de ventas se convierte en un interés relevante, tanto para académicos y *practitioners*, por su potencial para optimizar el desempeño de las

firmas y para dotarlas de fortalezas organizacionales para competir en entornos cada vez más desafiantes y globalizados (Schrock *et al.*, 2018).

3. Orientaciones a las ventas

Por su parte, en 1982 los investigadores Saxe y Weitz publicaron un artículo clásico que exploró cómo la fuerza de ventas interactúa con los clientes por medio de dos orientaciones asociadas a estados psicológicos que impactan el desempeño y resultados de las ventas. Estas son las orientaciones a las ventas (SO) y las orientaciones a los clientes (CO) (Goad y Jaramillo, 2014).

Bagozzi *et al.* (1989) entregaron evidencia psicológica y neurológica que explica por qué los vendedores asumen estas dos orientaciones contrastantes. Estos investigadores definen conceptualmente a la orientación a las ventas (del inglés *Selling Orientation* o su abreviación SO) como un constructo relacionado con las ventas realizadas a otros, las que se asocian a la impulsividad de los vendedores, con una preferencia por una gratificación inmediata, la maximización de las ganancias a corto plazo de sus esfuerzos, el interés por vender rápidamente y un bajo nivel de motivación por descubrir las necesidades de los clientes.

La orientación a las ventas está asociada a modelos de motivaciones interpersonales que clasifican este estado psicológico como agéntico, desde el punto de vista del interés por preocuparse por uno mismo (Horowitz *et al.*, 2006). Bagozzi *et al.* (2012) plantean que esta orientación alienta a persuadir a los clientes a enfocarse en los intereses del vendedor.

Por su parte, la orientación a los clientes está asociada a los vendedores que se preocupen acerca de la “interacción con” los clientes y creando soluciones para estos (Bagozzi *et al.*, 2012).

Este constructo está ligado a la preocupación por los clientes, con un énfasis en el aprendizaje, la curiosidad natural y el

reconocimiento de oportunidades. Incluso, Zablah *et al.* (2012) conceptualizan a la orientación a los clientes como un aspecto ligado a la ética laboral.

Los modelos de motivación interpersonal clasifican este estado psicológico como “comunal”, desde el punto de vista de su asociación de largo plazo con los demás (Horowitz *et al.*, 2006).

En definitiva, la orientación a los clientes impulsa a la fuerza de ventas a preocuparse principalmente en sus clientes y sus necesidades (Saxe y Weitz, 1982).

Estas dos orientaciones son determinantes para explicar las distintas perspectivas de los sistemas de control de la fuerza de ventas. Cuando se trata de sistemas de control asociados a desempeño, este estará asociado en términos generales a una orientación a clientes, mientras que cuando se trata de sistemas de control asociados a resultados, este estará principalmente asociado a una orientación a las ventas (Anderson y Oliver, 1987).

4. Venta adaptativa y su rol en ventas

La venta adaptativa se relaciona con procesos y comportamientos proactivos en las ventas. Esta se define como la habilidad de la fuerza de ventas para alterar exitosamente sus mensajes y comportamientos en respuesta a varias situaciones de ventas con sus clientes (Weitz, Sujan y Sujan, 1986; Hughes, Le Bon y Rapp, 2013).

La venta adaptativa puede ser implementada por la fuerza de ventas mediante comportamientos de ventas debidamente aprendidos, que contemplan rutinas de recopilación de información, creación de soluciones y procesos de comunicación y empleo (Agnihotri, Gabler, Itani, Jaramillo y Krush, 2017; Eckert, 2006).

Además, la venta adaptativa se traduce en comportamientos aplicados en el contexto de ventas en donde el vendedor es capaz de alterar sus mensajes y comportamientos en respuesta a distintas

situaciones de ventas (Weitz, Sujan y Sujan 1986; Hughes, Le Bon y Rapp, 2013).

De esta forma, la venta adaptativa es implementada por la fuerza de ventas por medio de la utilización de comportamientos de ventas aprendidos, que consideran acciones proactivas como la recopilación de información, la creación de soluciones y el uso de procesos de comunicación diferenciados (Eckert, 2006).

La venta adaptativa se conceptualiza entonces como un proceso proactivo que utiliza la fuerza de ventas para incrementar su desempeño, desarrollando habilidades que habilitan a los vendedores para evaluar en forma rápida y eficiente los requerimientos, necesidades e incluso emociones de los clientes, respondiendo de mejor forma a sus crecientes necesidades (Cheng y Jaramillo, 2013; Chonko y Jones, 2005).

En definitiva, la venta adaptativa se asocia a un proceso proactivo de comportamientos y rutinas específicas que un vendedor desarrolla en el tiempo, en su interacción ejecutada en el proceso de ventas con sus clientes y el entorno competitivo para optimizar su desempeño (Johnson, 2003; Motowildo, Borman, y Schmit, 1997).

Si bien existen estudios que mostraron el rol mediador de la venta adaptativa en la influencia de la orientación al cliente de los vendedores en el desempeño de ventas obtenido (Jaramillo y Grisaffe, 2009; Jaramillo *et al.*, 2009), autores como Goad y Jaramillo (2014) sugieren que la venta adaptativa actúa como un mecanismo positivo en el desempeño, independiente de la orientación cognitiva del vendedor, en especial cuando se responde a situaciones que no se asocian a motivos reflexivos de estos (Motowildo, Borman y Schmit, 1997).

De esta forma, se genera un comportamiento de ventas adaptativo que permite evaluar de mejor forma las necesidades y demandas de los clientes y responder de forma más precisa a sus requerimientos específicos (Jaramillo *et al.*, 2009).

Tomando como base esta perspectiva, la venta adaptativa apunta a una interrelación entre un comportamiento proactivo

individual que se orienta a acciones dirigidas a cambiar y optimizar la situación general de ventas (Parker, Williams y Turner, 2006).

Esto determina que un vendedor se motive a satisfacer las necesidades de sus clientes y maximizar sus resultados de ventas, confiriéndole a la venta adaptativa un rol mediador tanto de la orientación a las ventas (SO) como de la orientación al cliente (CO) en su impacto en el desempeño general de ventas, con la capacidad de desarrollar una habilidad para adaptarse a situaciones de ventas y de sus prospectos y clientes, contribuyendo a alcanzar un desempeño superior en sus resultados, independiente de la orientación específica del vendedor (Goad y Jaramillo, 2014).

5. Venta adaptativa y su rol articulador de capacidades dinámicas de ventas

Tomando en cuenta los aspectos anteriormente expuestos asociados a los fundamentos teóricos respectivos, es posible determinar que la venta adaptativa tiene elementos y características que la pueden distinguir como capacidades dinámicas, pues cuenta con elementos estructurales comunes y un importante potencial de adaptabilidad para desarrollar las actividades de ventas de las firmas (Teece *et al.*, 1997; Agnihotri *et al.*, 2017).

Pese al potencial de la venta adaptativa para contribuir a resultados superiores en las ventas de las firmas, no existen investigaciones que hayan explorado sus características como esta capacidad dinámica indicada, para robustecer su rol y preponderancia en el proceso general de interacción entre fuerza de ventas y prospectos y clientes (Franke y Park, 2006).

Al contar con elementos estructurales similares, la venta adaptativa tiene el potencial de desarrollarse como una auténtica capacidad dinámica para responder de mejor forma a las variadas y cambiantes necesidades de los clientes y los mercados donde las firmas operan (Helfat y Peteraf, 2014; 2003).

Estos elementos que confieren a la venta adaptativa como una capacidad dinámica pueden estar referidos a tres puntos de vista: la perspectiva de ciclo de vida (Helfat y Peteraf, 2003), su configuración general (Teece *et al.*, 1997) y la naturaleza del estado de sus capacidades distintivas respectivas (Helfat y Peteraf, 2014), que constituyen la estructura de organización del presente análisis de integración.

Estos se resumen en la figura 1 (anexo 1).

6. Metodología utilizada

El siguiente análisis de integración se basó en el marco conceptual de MacInnis (2011), quien desarrolló una tipología de contribuciones conceptuales en el campo del *Marketing*.

En su investigación, se expuso al análisis de integración como una herramienta que permite una revisión conceptual desde una perspectiva holística, delineando conexiones entre constructos ya existentes y previamente estudiados, considerados diferentes desde su conceptualización teórica inicial pero que presentan el potencial de asociación desde una perspectiva de alto orden (MacInnis, 2011).

De esta forma, en concordancia con la perspectiva de Gardner (2008), el análisis de integración promueve el desarrollo de “puentes” por medio de un razonamiento analógico que genera vínculos de similaridad, posibilitando la conexión de entidades teóricas inicialmente desconectadas y generando así un nuevo conjunto asociativo, como en el caso del presente análisis que vincula la venta adaptativa como una auténtica capacidad dinámica. (MacInnis, 2011; Gardner, 2008).

Este análisis de integración consideró distintas dimensiones teóricas propias de las capacidades dinámicas y examina su vinculación con las características intrínsecas de la venta adaptativa, exponiendo sus similitudes conceptuales (MacInnis, 2011).

7. Análisis de integración de capacidades dinámicas y venta adaptativa

El detalle de este análisis de integración realizado es el siguiente:

A. Desde el punto de vista del ciclo de vida de la venta adaptativa como capacidad dinámica

Los autores Helfat y Peteraf (2003) establecen que una capacidad dinámica tiene etapas que caracterizan la evolución de su capacidad organizacional que van desde su fundación, su desarrollo y su madurez final.

Tomando como base esta definición y en analogía a la gestión de ventas, en términos de su “fundación”, así como las personas y firmas se organizan inicialmente para el desarrollo de una capacidad (Helfat y Peteraf, 2003), así también las firmas se organizan alrededor de un objetivo inicial de ventas, invirtiendo distintos recursos de capital requeridos para alcanzarlo, así como el capital humano, considerando vendedores que cuenten con conocimientos, experiencias y lazos sociales que les permitan formar un equipo de ventas con una identidad común y que promueva habilidades de venta adaptativa desde su concepción (Ustüner y Godes, 2006).

En esta etapa, el marco teórico de la venta adaptativa plantea que la gerencia de ventas desarrolla programas de entrenamiento y selección para conformar su fuerza de ventas y articula planes de recompensas e incentivos que promuevan el desarrollo de la venta adaptativa por parte de los vendedores (Weitz, Sujan y Sujan, 1986).

Siguiendo esta misma relación comparativa, en la etapa posterior de “desarrollo”, el equipo conformado para la formación de la capacidad dinámica se encarga de investigar las distintas alternativas viables para su elaboración correspondiente, considerando la experiencia desarrollada en el tiempo (Helfat y Peteraf, 2003).

De forma similar, se contemplan alternativas de desarrollo de la capacidad de venta adaptativa, para que el equipo de ventas pueda consolidar opciones posibles para el desarrollo de esta, considerando la acumulación de experiencia de los vendedores (Weitz, Sujan y Sujan, 1986).

Estas opciones pueden venir determinadas por las distintas orientaciones de ventas que se consideren más adecuadas para responder tanto a las necesidades internas de la firma como a las características de la fuerza de ventas en combinación con las necesidades de los clientes (Saxe y Weitz, 1982).

Específicamente, en concordancia con el marco teórico de la venta adaptativa, los gerentes de ventas evaluarán las características de sus vendedores en términos de su interés por resultados inmediatos o por el desarrollo de relaciones duraderas con los clientes basadas en sus capacidades múltiples o ambidestreza, conocimientos y habilidades, balanceadas con las características de sus clientes (Agnihotri, 2017; Weitz, Sujan y Sujan, 1986; Zollo y Winter, 2002).

De esa forma, la venta adaptativa emerge como un rol articulador aprendido y desarrollado por medio de rutinas de alto valor y procesos para modificar sistemáticamente estas orientaciones, persiguiendo de esta forma la optimización de los resultados generales de la firma (Agnihotri, 2017; Weitz, Sujan y Sujan, 1986; Zollo y Winter, 2002).

Finalmente, en la etapa de “madurez”, la capacidad dinámica se mantiene y preserva, haciendo que esta se materialice mediante rutinas establecidas que requieran un menor pensamiento consciente y un nivel similar de desarrollo de tareas en el tiempo (Helfat y Peteraf, 2003).

Es decir, desde la óptima de la gestión de ventas, la firma ha sido capaz de consolidar rutinas y procesos de venta adaptativa que les permite mantener patrones de desempeño de ventas, posibilitando que esta capacidad pueda gestionarse en forma efectiva y natural tanto para las orientaciones de ventas (SO) como

de clientes (CO), para el logro del desempeño objetivo en ventas (Parker, Williams y Turner, 2006, Goad y Jaramillo, 2014).

B. Desde la perspectiva de la configuración de la venta adaptativa como capacidad dinámica

Autores como Teece *et al.* (1997) plantean que las capacidades dinámicas tienen un rol que evoluciona desde el desarrollo de rutinas, rutas de dependencias y aprendizaje organizacional.

Específicamente, en términos de sus “rutinas”, definidas como patrones estables de comportamiento que caracterizan las reacciones organizacionales a distintos estímulos internos y externos (Zollo y Winter, 2002). Estas rutinas se asocian a capacidades dinámicas cuando se vinculan a una búsqueda permanente de cambios a los patrones presentes de la operación para alcanzar los resultados deseados, desde una perspectiva evolucionaria (Nelson y Winter, 1982).

Esta característica es común a la venta adaptativa, desde la base de su componente exploratorio de los mejores patrones conductuales que permitan que las distintas orientaciones de ventas puedan alcanzar un desempeño superior en resultados de ventas para los distintos tipos de clientes de la firma (Jaramillo *et al.*, 2009).

Desde el punto de vista de sus “rutas de dependencia”, las capacidades dinámicas reconocen la “historia” de la firma, valorando las rutinas y procesos pasados que han conducido su quehacer hasta su situación presente, pero además considerando los mecanismos de aprendizaje que les permita a la firma abordar su evolución futura (Eisenhardt y Martin, 2000).

Desde el marco teórico de la venta adaptativa, esta ruta de dependencia está asociada a la dimensión práctica individual de la gestión de los vendedores y su interrelación con la fuerza de ventas y su gerencia respectiva, para desplegar un proceso de cocreación para generar una acumulación de experiencia colectiva que les

permita articular en forma efectiva y ágil el uso de la venta adaptativa para responder a distintas necesidades y orientaciones de los clientes de la firma (Zahra *et al.*, 2006; Ambrosini y Bowman, 2009; Chonko y Jones, 2005).

Finalmente, desde la perspectiva de las “posiciones”, las que desde el marco de las capacidades dinámicas se asocian con el endoso de activos específicos relacionados con tecnología, propiedad intelectual y sus relaciones externas con proveedores y socios complementarios (Teece, Pisano y Shuen, 1997).

Estas son vistas desde el foco del marco teórico de la venta adaptativa, como un conjunto de recursos de base utilizadas por la fuerza de venta para el desarrollo de sus actividades de comercialización, como por ejemplo en el uso activo de recursos tecnológicos y herramientas CRM para gestionar activamente el portafolio de clientes de la firma para la aplicación de sus acciones específicas de venta adaptativa (Weitz, Sujan y Sujan, 1986).

C. Desde el punto de vista de la naturaleza de las capacidades de la venta adaptativa

Investigaciones anteriores han abordado los elementos de microfundaciones de las capacidades dinámicas, identificando las habilidades distintivas, procesos, procedimientos, estructuras organizacionales, reglas de decisión y disciplinas que la distinguen y que permiten apoyar tres capacidades específicas esenciales para un desempeño superior de las firmas, asociadas con la detección, el aprovechamiento y la reconfiguración respectiva (Teece, 2003).

Del mismo modo, autores como Helfat y Peteraf (2014) toman este marco referencial propio de las capacidades dinámicas e incorporan un conjunto de recursos cognitivos vinculados a acciones concretas donde estas capacidades se desempeñan.

Mediante estos marcos establecidos en estas investigaciones seminales es posible complementar a este modelo al marco teórico

de la venta adaptativa como capacidad dinámica reconociendo sus atributos y características que la distinguen (Helfat y Peteraf, 2014).

Por ejemplo, en primer término, la “detección” se asocia a la identificación y moldeo de nuevas oportunidades de desarrollo de la capacidad dinámica, por medio de la indagación e investigación permanente usando los recursos de la firma y distintas fuentes de información disponible (Teece, 2003).

Por su parte, el marco teórico de la venta adaptativa se relaciona también con esta detección desde la base de un proceso permanente de identificación de distintos segmentos de mercado objetivo, por medio de acciones de prospección que contemplan el empleo de recursos propios y el uso de capacidades cognitivas propias de los vendedores para adaptarse en forma flexible a las necesidades cambiantes de los clientes, contemplando para ello una permanente innovación en sus procesos de comunicación y gestión de productos y servicios (Weitz, Sujan y Sujan, 1986; Teece, 2003).

Además, esta detección posibilita capacidades cognitivas que se vinculan directamente con la venta adaptativa, pues contempla un fortalecimiento de la “percepción”, la que busca la consolidación de la capacidad dinámica (Teece, 2003) y que desde el punto de vista de la venta adaptativa permite un mejor reconocimiento de patrones emergentes asociados a nuevas necesidades de clientes, generando de esta forma patrones que permiten a la fuerza de ventas una mejor adaptación y capacidad de respuesta a las demandas de los clientes y los desafíos del entorno competitivo (Helfat y Peteraf, 2015).

Asimismo, la detección en la venta adaptativa también está vinculada a la capacidad de “atención”, la que permite identificar y reconocer las distintas orientaciones de ventas que se presenten en el proceso de ventas con los clientes y prospectos, poniendo foco específico en patrones de comportamiento de ventas más adecuados para estos (Kosslyn y Rosenberg, 2006; Goad y Jaramillo, 2014).

Adicionalmente, investigaciones anteriores han relacionado este comportamiento de atención con funciones mayores, como la orientación a eventos sensoriales, que en el caso del marco teórico

de la venta adaptativa se producirán en el despliegue del proceso de interacción de la fuerza de ventas con clientes y prospectos, como asimismo en la detección de señales para un procesamiento focal, las que incidirán en los ajustes propios de la venta adaptativa para adoptar comportamientos relacionados y mantener un estado vigilante y alerta ante los permanentes cambios en las necesidades de los distintos tipos de clientes (Posner y Petersen, 1990).

En segundo término, desde la etapa de “aprovechamiento” en el marco de los microfundamentos de las capacidades dinámicas, esta se relaciona con el estado donde se fomenta la búsqueda y el desarrollo permanente de nuevos productos y servicios, debiendo invertir en distintas actividades de innovación e investigación y desarrollo para sacar provecho a esta detección de oportunidades previas (Teece, 2003; 2009).

Por su parte, desde el marco teórico de la venta adaptativa, esta se relaciona con la “adaptación” desde la base de las características individuales de los vendedores, los que incorporan aspectos motivacionales para ejecutar acciones necesarias para construir una lealtad y compromiso con los clientes, los que entregarán como resultado una percepción favorable de vendedores que muestren una actitud proactiva y sensible hacia las distintas particularidades propias de sus necesidades específicas. Esto se canaliza por medio de una comunicación efectiva y el reconocimiento de factores no económicos propios y específicos como los valores y culturas propios de prospectos y clientes (Weitz, Sujan y Sujan, 1986; Teece, 2003).

Además, en este punto la gerencia de ventas podrá delinear la base más apropiada de asignación de cartera, evaluando la relación entre la fuerza de ventas propia de la firma y su portafolio de clientes y prospectos, estableciendo la orientación de ventas más adecuada para la ejecución de la estrategia de ventas, ya sea si se trata del desarrollo de relaciones de ventas transaccionales o de un proceso de desarrollo de fortalecimiento con los clientes en el largo plazo (Saxe y Weitz, 1982; Teece, 2003).

Del mismo modo, en esta etapa es posible que la gerencia de ventas pueda identificar procesos organizacionales de alto nivel que permitan identificar los mecanismos para poder ajustar las distintas orientaciones de ventas, según las distintas señales que entreguen el mercado y el entorno competitivo (Weitz y Wright, 1978).

Por su parte, este aprovechamiento posibilita capacidades cognitivas que se vinculan directamente con las características propias de la venta adaptativa, pues contempla un fortalecimiento de la “habilidad de resolución de problemas”, recogiendo proactivamente las inquietudes y necesidades de los clientes para superar obstáculos o resolver sus requerimientos (American Psychological Association, 2009; Helfat y Peteraf, 2014).

Asimismo, el aprovechamiento está también vinculado a la capacidad de “razonamiento”, el que en la venta adaptativa se asocia a la habilidad de la fuerza de ventas para evaluar adecuadamente información, argumentos y creencias entregadas por los clientes para ofrecer soluciones específicas, válidas y razonables (Gazzaniga *et al.*, 2010).

Estas capacidades de resolución de problemas y de razonamiento deben ser evaluadas y calibradas por la gerencia de ventas para diseñar sus respectivas carteras de clientes considerando las capacidades cognitivas de la fuerza de ventas y la segmentación de clientes asociada (Ustüner y Godes, 2006).

Finalmente, desde la etapa de “reconfiguración” en los microfundamentos de las capacidades dinámicas, esta se relaciona con la habilidad de recombinar y reconfigurar activos y estructuras organizacionales propias de una firma que ha crecido, para que esta pueda mantenerse plenamente activa y posibilite el abandono de rutas de dependencia que no le sean favorables o resulten innecesarios según su situación actual y proyección futura (Teece, 2003).

Por su parte, el marco teórico de la venta adaptativa se relaciona con la reconfiguración poniendo el foco en acciones impulsadas y promovidas por parte de la gerencia de ventas para

desarrollar acciones de integración y coordinación por parte de la fuerza de ventas, fortaleciendo la definición de nuevas rutinas y procesos que sean practicados por los vendedores en forma común y que desde el punto de vista de este marco, estas terminen formando parte de la cultura organizacional de la firma (Weitz, Sujan y Sujan, 1986).

Además, en esta etapa se revisan los componentes de incentivos y control de resultados de fuerza de ventas para medir y desplegar el sistema de recompensas del desempeño obtenido (Weitz, Sujan y Sujan, 1986).

Junto con esto, la “gestión del conocimiento” también es una actividad propia de esta dimensión, impulsando en el caso específico de la gerencia de ventas a promover una transferencia de conocimientos y un aprendizaje dinámico de los vendedores para desarrollar en forma consistente la capacidad de la venta adaptativa a toda la fuerza de ventas (Zollo y Winter, 2002).

La reconfiguración posibilita capacidades cognitivas que también se vinculan directamente con el marco teórico de la venta adaptativa, pues contempla un fortalecimiento de las “habilidades del lenguaje y la comunicación con clientes”, considerando el contacto verbal efectivo tanto físico, emocional como cognitivo, así también como el contacto no verbal, comprendiendo los elementos propios del paralenguaje, así como expresiones faciales, gestos, contacto visual, kinestesia y la proxémica, asociada esta última al uso del espacio personal, constituyéndose todos estos aspectos en elementos esenciales para el proceso de venta personal (Colman, 2006).

Finalmente, esta reconfiguración contempla las capacidades cognitivas vinculadas a la “cognición social”, que contempla actividades de percepción y atención con las personas en el mundo social (Moskowitz, 2005), desplegadas en comportamientos sociales interactivos, creando valiosos vínculos tanto emocionales como afectivos con las personas (Fiske y Taylor, 1991).

Tomando el desempeño de los vendedores, cuando estos desarrollan una “escucha” activa de manera atenta y preocupada con sus clientes y prospectos, no se trata de un proceso pasivo donde se transfiere al interlocutor la responsabilidad activa de la comunicación, sino que se transmite activamente el interés de demostrar un respeto hacia ellos y un esfuerzo por entender y comprender sus requerimientos, visiones y puntos de vista, propiciando de esta forma un intercambio mutuo (Ramsey y Sohi, 1997).

De hecho, escuchar en forma activa como recurso de cognición social es uno de los componentes más usados y al mismo tiempo menos comprendido en el proceso de comunicación. En este sentido, existen estudios que señalan que un bajo desempeño en el comportamiento de escuchar adecuadamente a los clientes tiene un impacto directo en las ventas y en la tasa de pérdida de clientes, traduciéndose en importantes pérdidas para las firmas (Brownell, 1990; Steil, Barker y Watson, 1983). Adicionalmente a lo anterior, presentar un bajo desempeño en el nivel de comportamiento de “escucha” a los clientes constituye según algunos autores una causa directa en las fallas de resultados para la gestión de ventas (Ingram, Schwepker y Hutson, 1992).

Finalmente, este análisis de integración se resume en la tabla 1 (anexo 2).

8. Conclusiones e implicancias gerenciales

En el presente análisis de integración se ha expuesto a la venta adaptativa, en forma coherente con la definición del marco teórico de las capacidades dinámicas, con tres perspectivas de aproximación asociadas al ciclo de vida de la gestión de ventas, en la configuración general de los recursos de la firma y en la naturaleza específica de estas capacidades, resaltadas como elementos estructurales que la distinguen potencialmente como una capacidad

dinámica, confiriéndole de esta forma el potencial para aprender y acumular habilidades de sus competencias internas y de sus clientes para conducirse en los cambios dinámicos del entorno competitivo (Ambrosini y Bowman, 2009).

La venta adaptativa tiene entonces en forma concordante con las capacidades dinámicas, diferentes habilidades consideradas necesarias para resolver problemas de las firmas, ajustando para ello comportamientos y rutinas del proceso de comercialización que les permitan detectar oportunidades y amenazas del entorno competitivo y mediar de esta forma las orientaciones de ventas adecuadas para proporcionar ofertas de valor (Barreto, 2010; Saxe y Weitz, 1982).

Si bien la investigación en ventas pone a la venta adaptativa como una habilidad asociada a la flexibilidad en patrones y comportamientos de la fuerza de ventas en términos de su interacción con los clientes (Chonko y Jones 2005), para que esta se transforme en una capacidad dinámica efectiva y concreta deberá contemplar procesos y rutinas de alto nivel que permitan que esta sea adoptada por la fuerza de ventas y su gerencia respectiva, mediante un aprendizaje efectivo de los clientes y con una marcada integración creativa de todos sus recursos y activos.

Además, las habilidades propias de los vendedores necesarias para un exitoso despliegue de la venta adaptativa, pudiesen ser consideradas desde etapas tempranas de su implementación como capacidad dinámica, incorporando sus perfiles actitudinales y experiencia requerida en sus procesos de reclutamiento y selección de fuerza de ventas (Ustüner y Godes, 2006).

Estos esfuerzos indicados se deben traducir además en beneficio de un proceso de ventas ágil, flexible y dinámico que haga que esta capacidad sea apropiada por la firma y no dependa de quienes la despliegan, teniendo presente que esta capacidad se debe desarrollar y no se compra (Helfat y Peteraf, 2003).

Adicionalmente, como desafío para la gerencia de ventas, esta debe estar permanentemente actualizada y codificada para la obtención de una ventaja competitiva sostenida (Ambrosini y Bowman, 2009; Barreto, 2010; Zollo y Winter, 2002).

La venta adaptativa debe tener en cuenta que tiene que ser una capacidad activa y en permanente seguimiento de su desempeño para alcanzar una ventaja competitiva sostenible y no es una garantía en sí mismo de un desempeño superior en ventas en comparación con la competencia, si es que esta no es capaz de reconocer el impulso evolucionario de su capacidad para ir permanentemente desarrollando nuevas rutas de acumulación de conocimiento.

De esta manera, permitirá abrirse a experiencias abiertas y constructivas de cocreación de conocimiento entre la gerencia y la fuerza de ventas, responsabilizándose de preservar este *know-how* para el futuro de la firma (Zollo y Winter, 2002; Motowildo, Borman y Schmit, 1997).

De lo contrario, la venta adaptativa no dejará de ser una mera buena práctica que se traducirá en rutinas de bajo orden en las firmas, que las llevará a generar capacidades de nivel cero que no posibilitarán alcanzar ventajas competitivas sostenibles y desempeños superiores en ventas (Winter, 2003).

Mayores investigaciones podrán ahondar en las fuerzas impulsoras específicas que logren que la venta adaptativa se transforme en forma efectiva en una capacidad dinámica, asociada a distintos contextos situacionales, culturales y organizacionales.

Al configurarse la venta adaptativa como una capacidad dinámica, proporciona a las firmas un recurso valioso, raro, insustituible e inimitable que le permita orientarse hacia el futuro y competir de mejor conforma en ambientes cada vez más fragmentados, complejos, exigentes, dinámicos y de diversidad económica y cultural.

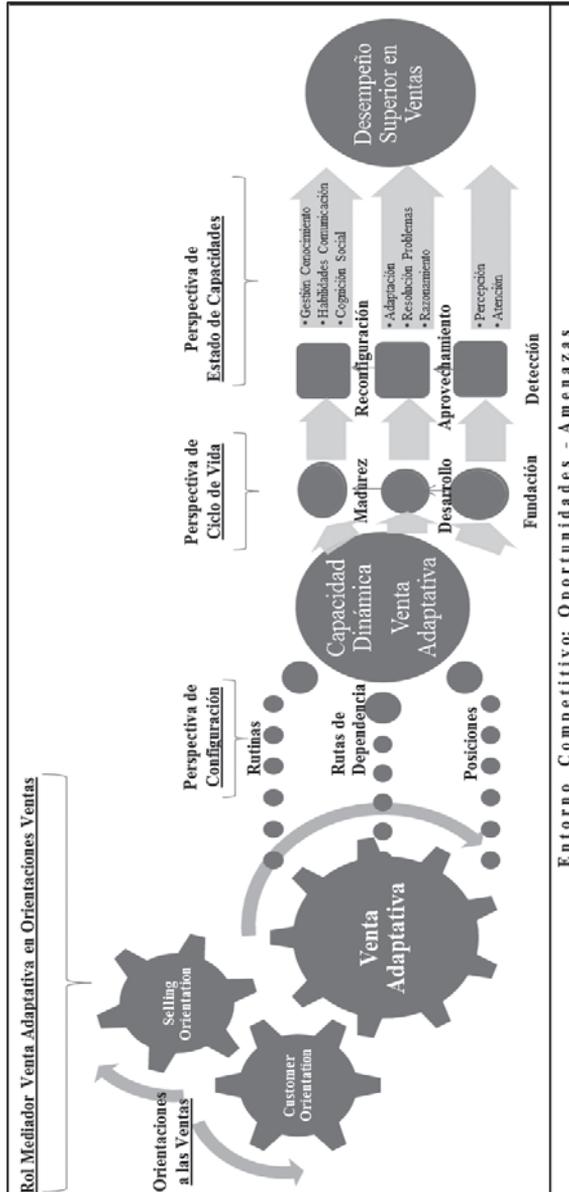
Bajo estas condiciones, en la medida que los actores que pongan al cliente y sus distintas necesidades en el centro de su

gestión, estando dispuestos a reconfigurar sus recursos y activos y desarrollando para ello capacidades cognitivas de adaptabilidad y flexibilidad de su fuerza de ventas en función de este objetivo organizacional, podrán crear una fuente de ventaja competitiva sostenible y alcanzar desempeños superiores en sus ventas (Rippé *et al.*, 2016; Chen y Jaramillo, 2014; Ambrosini y Bowman, 2009; Barreto, 2010).

En definitiva, el desarrollo y potenciamiento de la venta adaptativa es un desafío para el que los mundos académico y práctico tienen un interesante y amplio potencial de desarrollo en su investigación e implementación para el presente y futuro de la gestión de ventas.

Anexo 1
Figura 1

Marco teórico, configuración venta adaptativa como capacidad dinámica



Anexo 2

Tabla 1

| Dimensiones vinculantes | Capacidades dinámicas | Venta Adaptativa |
|--|---|---|
| Desde el punto de vista de sus capacidades | Capacidad de adaptar, integrar y reconfigurar habilidades organizacionales internas y externas, recursos y competencias funcionales para desempeñarse en ambientes cambiantes | Capacidad de la Fuerza de Ventas para evaluar en requerimientos y necesidades de los clientes, respondiendo en forma flexible a sus necesidades. |
| Perspectiva Dinámica | Pueden renovar constantemente competencias en congruencia con el ambiente cambiante | Proceso proactivo de comportamientos que vendedor despliega dinámicamente en su interacción con sus clientes y el entorno competitivo |
| Dimensión de Procesos | Contempla rutinas y patrones operacionales desarrolladas en el tiempo | Considera rutinas específicas aprendidas que vendedor desarrolla en el tiempo |
| Dimensión de sus Rutas | Respeto las rutas de dependencia histórica de las firmas que les hayan permitido alcanzar su posición actual | Considera una interrelación entre comportamientos proactivos individuales que se traducen en acciones colectivas susceptibles de registro y documentación para optimizar situación general de ventas |
| Respecto a su ciclo de vida: | | |
| En Relación a su fundación | Personas y firmas se organizan inicialmente para el desarrollo de una capacidad | Firmas se organizan alrededor de un objetivo inicial de ventas, invirtiendo en vendedores con capacidades para promover habilidades de Venta Adaptativa desde su concepción |
| En Relación a su desarrollo | Equipo conformado para el desarrollo de la capacidad dinámica investiga distintas alternativas viables para su desarrollo | Equipo de ventas desarrolla venta adaptativa a través de experiencia de vendedores, considerando distintas Orientaciones de Ventas |
| En Relación a su madurez | Capacidad Dinámica se mantiene y preserva | Firma consolida rutinas y procesos de venta adaptativa que les permite mantener patrones de desempeño de ventas |
| Desde la perspectiva de la configuración: | | |
| Rutinas | Rutinas se asocian a búsqueda permanente de cambios a patrones presentes de la operación para alcanzar los resultados deseados. | Rutinas exploratorias de mejores patrones conductuales que permitan que distintas Orientaciones de Ventas puedan alcanzar un desempeño superior. |
| Rutas de dependencia | Reconoce trayectoria de la firma y procesos pasados que explican situación presente y proyecta evolución futura | Acumulación de experiencia colectiva que permite articular en forma efectiva y ágil el uso de la Venta Adaptativa |
| Posiciones | Capacidades Dinámicas desplegadas en activos específicos relacionados con Tecnología, propiedad intelectual y relaciones externas. | Uso de recursos de apoyo por Fuerza de Venta para desarrollo de sus actividades de comercialización, como recursos tecnológicos. Ejemplo: Herramientas CRM |
| Naturaleza de Capacidades: | | |
| Detección | Identificación de nuevas oportunidades, con investigación permanente usando recursos de la firma y distintas fuentes de información | Proceso de identificación de distintos segmentos de mercado objetivo, por medio de acciones de prospección |
| Percepción | Búsqueda de nuevos patrones de consolidación de capacidad dinámica | Búsqueda de un mejor reconocimiento de patrones emergentes asociados a necesidades de clientes |
| Atención | Reconocimiento de patrones que explican la condición de capacidad dinámica | Identificar y reconocer distintas Orientaciones de Ventas que se presenten en proceso de ventas con clientes y prospectos |
| Aprovechamiento | Fomento y búsqueda de desarrollo permanente de nuevos productos y servicios | Incorporación de nuevos aspectos motivacionales para ejecutar acciones necesarias para construir una lealtad y compromiso con los clientes |
| Configuración general | Habilidad de recombinar y reconfigurar activos y estructuras organizacionales de firmas para mantenerse y proyectarse, abandonando rutinas y rutinas de dependencia que no sean favorables según situación actual | Foco en acciones de integración y coordinación por parte de Gerencia de Ventas para desarrollo de nuevas rutinas y procesos de vendedores, considerando herramientas de gestión de conocimiento de clientes, habilidades de lenguaje y cognición social |

Referencias

- AGNIHOTRI, R., COLIN B. GABLER, OMAR S. ITANI, FERNANDO JARAMILLO and MICHAEL T. KRUSH (2017), "Salesperson ambidexterity and customer satisfaction: examining the role of customer demandingness, adaptive selling, and role conflict", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, Vol. 37(1), pp. 27-41, DOI: 10.1080/08853134.2016.272053
- AMBROSINI, V. and C. Bowman (2009), "What are dynamic capabilities and are they a useful construct in strategic management?", *International Journal of Management Reviews*, Vol. 11(1), pp. 29-49.
- AMERICAN PSYCHOLOGICAL ASSOCIATION (2009), *Glossary of Psychological Terms*.
- ANDERSON, E. and R.L. OLIVER (1987), "Perspectives on behavior-based versus outcome-based salesforce control systems", *The Journal of Marketing*, pp. 76-88.
- BAGOZZI, R.P., J. BAUMGARTNER and Y. YI (1989), "An investigation into the role of intentions as mediators of the attitude-behavior relationship", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 10(1), pp. 35-62.
- BAGOZZI, R.P., M. BERGAMI, G.L. MARZOCCHI and G. MORANDIN, (2012). Customer-organization relationships: Development and test of a theory of extended identities, *Journal of Applied Psychology*, Vol. 97(1), pp. 63.
- BARRETO, I. (2010), "Dynamic capabilities: A review of past research and an agenda for the future", *Journal of Management*, Vol. 36(1), pp. 256-280.
- BROWNELL, W.E. (1990), "Outer hair cell electromotility and otoacoustic emissions", *Ear and hearing*, Vol. 11(2), pp. 82.
- CHEN, CHIEN-CHUNG and FERNANDO JARAMILLO (2014), "The double-edged effects of emotional intelligence on the adaptive selling-salesperson-owned loyalty relationship", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, Vol. 34:1, pp. 33-50, DOI: 10.1080/08853134.2013.870183
- CHONKO, L.B. and E. JONES (2005), "The need for speed: Agility selling", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, Vol. 25(4), pp. 371-382.

- COLMAN, A.M. (2006). *A Dictionary of Psychology* (2nd edn), Oxford, UK: Oxford University Press.
- ECKERT, J.A. (2006), "Adaptive selling behavior: adding depth and specificity to the range of adaptive outputs", *American Journal of Business*, Vol 21(1), pp. 31-40.
- EISENHARDT, K.M. and J.A. MARTIN (2000), "Dynamic capabilities: what are they", *Strategic Management Journal*, Vol. 21(10-11), pp. 1105-1121.
- FRANKE, G.R. and J.E. PARK (2006), "Salesperson adaptive selling behavior and customer orientation: A meta-analysis", *Journal of Marketing Research*, Vol. 43(4), pp. 693-702.
- FISKE S.T. and S.E. TAYLOR (1991), *Social Cognition* (2nd edn). New York: McGraw-Hill.
- GARDNER, HOWARD (2008), *5 Minds for the Future*, Boston: Harvard Business School Press.
- GAZZANIGA M, T. HEATHERTON and D. HALPERN (2010), "*Psychological Science*", Norton: New York.
- GOAD, E.A. and F. JARAMILLO (2014), "The good, the bad and the effective: a meta-analytic examination of selling orientation and customer orientation on sales performance", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, Vol. 34(4), pp. 285-301.
- HELFAT, C.E., S. FINKELSTEIN, W. MITCHELL, M. PETERAF, H. SINGH, D. TEECE and S.G. WINTER (2007), "*Dynamic capabilities: Understanding strategic change in organizations*", John Wiley & Sons.
- HELFAT, C.E AND M. PETERAF (2003), "The dynamic resource-based view: capability life cycles", *Strategic Management Journal*, Vol. 24(10), pp. 997-1010.
- HELFAT, C.E. and M.A. PETERAF (2015), "Managerial cognitive capabilities and the microfoundations of dynamic capabilities". *Strategic Management Journal*, Vol. 36(6), pp. 831-850.

- HOROWITZ, L. M., K.R. WILSON, B. TURAN, P. ZOLOTSEV, M.J. CONSTANTINO and L. HENDERSON (2006), "How interpersonal motives clarify the meaning of interpersonal behavior: A revised circumplex model", *Personality and Social Psychology Review*, Vol. 10(1), pp. 67-86.
- HUGHES, D.E., J. LE BON and A. RAPP (2013), "Gaining and leveraging customer-based competitive intelligence: the pivotal role of social capital and salesperson adaptive selling skills", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 41(1), pp. 91-110.
- INGRAM, T. N., C.H. SCHWEPKER and D. HUTSON (1992), "Why salespeople fail", *Industrial Marketing Management*, Vol. (3), pp. 225-230.
- JARAMILLO, F. and D.B. GRISAFFE (2009), "Does customer orientation impact objective sales performance? Insights from a longitudinal model in direct selling", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, Vol. 29(2), pp. 167-178.
- JARAMILLO, F., D.B. GRISAFFE, L.B. CHONKO and J.A. ROBERTS (2009), "Examining the impact of servant leadership on sales force performance", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, Vol. 29(3), pp. 257-275.
- JOHNSON, JEFF W. (2003), "Toward a Better Understanding of the Relationship between Personality and Individual Performance", *Personality and Work: Reconsidering the Role of Personality in Organizations* Vol. (4), pp. 83-120.
- KOSSLYN, S.M. and R.S. ROSENBERG (2006), *Psychology in context*, Allyn & Bacon.
- LEONARD-BARTON, D. (1992), "Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development", *Strategic Management Journal*, Vol. 13(S1), pp. 111-125.
- MACINNIS, D.J. (2011), "A framework for conceptual contributions in marketing", *Journal of Marketing*, Vol. 75(4), pp. 136-154.
- MOSKOWITZ, G.B. (2005), "Social cognition: Understanding self and others", Guilford Press.

- MOTOWILDO, S.J., W.C. BORMAN and M.J. SCHMIT (1997), "A theory of individual differences in task and contextual performance", *Human Performance*, Vol. 10(2), pp. 71-83.
- NELSON, R.R. and S.G WINTER (1982), "Evolutionary theorizing in economics", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16(2), pp. 23-46.
- PARKER, S.K., H.M. WILLIAMS and N. TURNER (2006), "Modeling the antecedents of proactive behavior at work", *Journal of Applied Psychology*, Vol. 91(3), pp. 636.
- POSNER, M.I. and S.E. PETERSEN (1990), "The attention system of the human brain", *Annual Review of Neuroscience*, Vol. 13(1), pp. 25-42.
- RAMSEY, R.P. and R.S. SOHI (1997), "Listening to your customers: The impact of perceived salesperson listening behavior on relationship outcomes", *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol. 25(2), pp. 127.
- RIPPÉ CINDY B., SURI WEISFELD-SPOLTER, ALAN J. DUBINSKY, AARON D. ARNDT and MANEESH THAKKAR (2016), "Selling in an asymmetric retail world: perspectives from India, Russia, and the US on buyer-seller information differential, perceived adaptive selling, and purchase intention", *Journal of Personal Selling & Sales Management*, DOI: 10.1080/08853134.2016.1215923
- SAXE, R. and B.A. WEITZ (1982), "The SOCO scale: A measure of the customer orientation of salespeople", *Journal of Marketing Research*, pp. 343-351.
- STEIL, L.K., L.L. BARKER and K.W. WATSON (1983), "Effective listening" *Addison-Wesley*.
- TEECE, D.J., G. PISANO and A. SHUEN (1997), "Dynamic capabilities and strategic management", *Strategic Management Journal*, Vol. 18(7), pp. 509-533.
- TEECE D. J, G. PISANO and A. SHUEN (2007), "Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations", Malden, MA: *Blackwell*.
- TEECE, D. J. (2000), "Managing intellectual capital: Organizational, strategic, and policy dimensions", OUP Oxford.
- TEECE, D.J. (2003), "Explicating Dynamic Capabilities: Asset Selection", Coordination, AND.

- USTÜNER, T. and D. GODES (2006), “Better sales networks”, *Harvard Business Review*, Vol. 84(7/8), pp. 102-112.
- WEITZ, B.A. and P.L. WRIGHT (1978), “The Salesperson as a Marketing Strategist: The Relationship Between Field Sales Performance and Insight about One's Customer”, *Marketing Science Institute*.
- WEITZ, B.A., H. SUJAN and M. SUJAN (1986), “Knowledge, motivation, and adaptive behavior: A framework for improving selling effectiveness”, *The Journal of Marketing*, pp. 174-191.
- WINTER, S.G. (2003), “Understanding dynamic capabilities”, *Strategic Management Journal*, Vol. 24(10), pp. 991-995.
- WYATT A. SCHROCK, YANHUI ZHAO, KEITH A. RICHARDS, DOUGLAS E. HUGHES and MOHAMMAD SAKIF AMIN (2018), “On the nature of international sales and sales management research: a social network–analytic perspective”, *Journal of Personal Selling & Sales Management*, DOI: 10.1080/08853134.2018.1428493
- ZABLAH, A.R., G.R. FRANKE, T.J. BROWN and D.E. BARTHOLOMEW (2012), “How and when does customer orientation influence frontline employee job outcomes? A meta-analytic evaluation”, *Journal of Marketing*, Vol. 76(3), pp. 21-40.
- ZAHRA, S., H.J. SAPIENZA and P. DAVIDSSON (2006), “Entrepreneurship and dynamic capabilities: A review, model and research agenda”, *Journal of Management Studies*, Vol. 43(4), pp. 917-955.
- ZOLLO, M. and S.G. WINTER (2002), “Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities”, *Organization Science*, Vol.13(3), pp. 339-351.

Estructura de capital, concentración de propiedad y política de dividendos como factores determinantes de problemas de agencia en empresas chilenas

Roberto Vallejos Villa

Facultad de Economía y Negocios

Universidad de Chile

rvallejos@fen.uchile.cl

Abstract

The objective of this paper is to analyze the capital structure, the concentration of property and the policy of dividends as determinants of the problems of agency in Chilean companies. As a measure of agency costs, the asset turnover ratio was used as a benchmark for management efficiency in the use of the company's assets, which is an inverse measure of agency costs.

The results show that a higher level of indebtedness seems to favor the discretionary behavior of managers. However, there is also evidence that when the debt is a short-term debt, the divergence of interest decreases between shareholders and managers.

The concentration of property on the other hand has a non-linear effect on the costs of agency, which means that, first, it acts as a mechanism to attenuate managerial discretion, but when it reaches a certain level, an effect of expropriation of major shareholders over minor shareholders seems to be produced. In relation to the dividend policy, a positive relationship is observed with efficiency in the use of assets, mainly in the presence of high growth opportunities.

Keywords: Capital structure; Property concentration; Dividend policy; Agency problems

Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar la estructura de capital, la concentración de propiedad y la política de dividendos como factores determinantes de los problemas de agencia en las empresas chilenas. Como medida de costos de agencia se utilizó el *ratio* de rotación de activos como referencia de la eficiencia directiva en el aprovechamiento de los activos de la empresa, lo que constituye una medida inversa de costos de agencia.

Los resultados muestran que un mayor nivel de endeudamiento pareciera favorecer el comportamiento discrecional por parte de los directivos. Sin embargo, también hay evidencia de que cuando la deuda es a corto plazo la divergencia de intereses disminuye entre accionistas y directivos. La concentración de propiedad por su parte arroja un efecto no lineal sobre los costos de agencia, es decir, en primera instancia actúa como un mecanismo para atenuar la discrecionalidad directiva pero al llegar a un cierto nivel, pareciera producirse un efecto de expropiación de los accionistas mayoritarios sobre los minoritarios. En relación a la política de dividendos, se observa una relación positiva con la eficiencia en la utilización de los activos principalmente en presencia de altas oportunidades de crecimiento.

Palabras clave: Estructura de capital; concentración de propiedad; política de dividendos; problemas de agencia

1. Introducción

La literatura financiera ha estudiado a lo largo del tiempo las implicancias de los problemas de agencia dentro de la empresa, de hecho, podemos encontrar un gran número de investigaciones que han estudiado la relación entre los mecanismos de gobierno corporativo y el valor de la firma. No obstante, mientras dichos estudios proveen resultados útiles para comprender la implicancia y consecuencias que tienen los problemas de agencia entre directivos y accionistas, los factores determinantes de los costos de agencia han tenido escasa atención en la literatura.

Entre aquellos autores que efectivamente han abordado la medición de los costos de agencia y examinado sus determinantes, se encuentran importantes trabajos, como Ang *et al.* (2000) quienes encuentran que los costos de agencia son mayores cuando la empresa es manejada por directivos externos, y que disminuyen a medida que se incrementan los accionistas internos y existe un monitoreo externo bancario. Singh y Davidson (2003) encuentran que un mayor nivel de accionistas internos¹ llevará a una convergencia de intereses entre directivos y accionistas externos², sin embargo, contrariamente a la teoría, encuentran que el endeudamiento en grandes empresas está positivamente relacionado con costos de agencia. Florackis (2008) muestra que las oportunidades de crecimiento son un determinante significativo del nivel de costos de agencia de la empresa y que la deuda a corto plazo es un mecanismo para reducir problemas de agencia.

Sin embargo, la mayor parte de los trabajos previos son realizados para economías desarrolladas como EE.UU., UK y Australia, las que poseen características del sistema financiero muy distintas a las que se observan en economías emergentes. Por lo que resultaría interesante analizar cómo algunos mecanismos de gobierno corporativo impactan en los costos de agencia en un sistema financiero y entorno institucional propio de una economía emergente como la chilena. Es por esto que en el presente trabajo se busca analizar algunos mecanismos de control interno como la estructura de capital, la concentración de propiedad y la política de dividendos en su papel de aminorar los costos de agencia surgidos de la separación de propiedad y control.

Bajo esa perspectiva, el objetivo de este trabajo es analizar la estructura de capital, la concentración de propiedad y la política de dividendos como factores determinantes de los problemas de agencia en las empresas chilenas.

¹ Aquellos accionistas que participan en la toma de decisiones.

² Accionistas minoritarios.

Al igual que Ang *et al.*, (2000) y Singh y Davidson (2003), en este trabajo se utiliza el *ratio* de rotación de activos (ventas totales sobre activos totales) como una medida inversa de los costos de agencia. Este *ratio* puede ser interpretado como una medida de la eficiencia en la utilización de activos y la habilidad que tienen los directivos para manejarlos de manera óptima y productiva. Así, los directivos de las empresas con bajos índices de rotación de activos, son más propensos a tomar decisiones subóptimas de inversión, hacer un esfuerzo insuficiente y utilizar los recursos de la empresa para la adquisición de activos improductivos.

De esta manera, el presente trabajo realiza dos contribuciones. Primero, se evalúa directamente el impacto de los mecanismos de control corporativos sobre la medida de costo de agencia en vez de hacerlo en el valor o rendimiento de la firma. Y en segundo lugar, aporta evidencia empírica acerca de la discrecionalidad directiva en un entorno institucional distinto al de los países anglosajones, que son los comúnmente estudiados en la literatura financiera.

Para alcanzar el objetivo propuesto el presente trabajo se estructura en cinco partes. En la segunda sección se realiza una revisión del marco teórico a base de los mecanismos de control que se estudiarán en donde además se establecerán las respectivas hipótesis a analizar. En la tercera parte se presentan los datos y las variables a estudiar, así como también la descripción de la metodología estadística a desarrollar. En el cuarto apartado se expondrán los resultados de los análisis descriptivos y multivariantes realizados. Y finalmente en la quinta parte se presentan las principales conclusiones.

2. Marco teórico e hipótesis

A. Costo de agencia

La literatura financiera ha estudiado a lo largo del tiempo las implicancias de los problemas de agencia dentro de la empresa. La teoría de agencia estudia los contratos en los que una persona (el principal) contrata a otra persona (el agente) para realizar un determinado servicio en su favor en donde se le otorga una cierta autoridad para tomar decisiones en la empresa. Entonces, si ambas partes son maximizadoras de utilidades se infiere que el agente no actuará siempre en los mejores intereses del principal. Además, debido a la simetría de información en donde el agente comúnmente posee mejor información que el principal en cuanto a hechos relevantes, el principal no puede asegurarse por su cuenta que el agente está actuando acorde a lo prometido y acordado en el contrato. Por tanto, el agente tiene un incentivo para actuar de forma oportunista, escatimando en la calidad de su actuación, o incluso desviando a sí mismo algo que le corresponde al principal.

Jensen y Meckling (1976) definen los costos de agencia como la suma de tres elementos, los que son los gastos de monitoreo de parte del principal, los gastos en compromiso efectuados por el agente (*bonding costs*) y el costo residual.

El gasto de monitoreo en que incurre el principal corresponde al costo de las medidas de supervisión para establecer y controlar el cumplimiento del contrato ante el previsible oportunismo por parte del agente. Entre estos costos se incluyen la realización del contrato, incentivos al agente, premios a los riesgos asumidos, supervisión y control de las actividades realizadas por los directivos.

Los gastos en compromisos efectuados por el agente (*bonding costs*) corresponde a los costos en los que incurre el agente surgidos por la relación con el principal. Entre estos gastos están los costos de su promesa de no actuar en contra del interés del principal,

los costos de autocontrol, o costos de garantía consistentes en la obligación de indemnizar por posibles daños al principal.

Finalmente, a causa de que es imposible asegurar que las acciones del agente estarán totalmente alineadas con los intereses del principal aun cuando ambas partes incurren en costos para lograrlo, siempre habrá un costo residual. Este costo residual corresponde al equivalente monetario de la reducción de bienestar que sufre el principal producto de la divergencia de intereses con el agente.

Kraakman *et al.* (2009) mencionan tres problemas de agencia generales bajo la perspectiva de la relación principal-agente. El primero abarca el conflicto entre los propietarios de la firma y los directivos contratados. El problema está en asegurar que los directivos (agentes) actúen acorde con los intereses de los dueños (principales) en lugar de seguir los suyos. El segundo problema de agencia radica en el conflicto entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. En este caso, los accionistas minoritarios pueden ser considerados como los principales, mientras que los accionistas mayoritarios serían los agentes. Por ello, el problema en este caso está en asegurar que los accionistas mayoritarios actúen en función de todos los accionistas, y no solo en favor de ellos mismos. El tercer problema de agencia nace del conflicto entre la empresa misma³ y las otras partes con quien la empresa mantiene contratos, como acreedores, empleados y clientes. Aquí el problema surge en asegurar que la empresa, como agente, no caiga en un comportamiento oportunista hacia los distintos principales mencionados anteriormente. En este caso, la empresa puede incurrir en acciones como la expropiación a acreedores, explotación a empleados o engaños a los clientes.

³Incluyendo en forma particular a sus propietarios.

B. Estructura de capital

Como se ha señalado con anterioridad, no siempre los directivos toman las decisiones que llevan a una política de inversiones óptima, produciendo conflictos de intereses entre directivos y accionistas (Fama y Jensen, 1983), entre accionistas y acreedores (Smith y Warner, 1979) y conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios (La Porta *et al.*, 1999).

Cuando en una empresa nos encontramos con divergencias de intereses entre directivos, accionistas o bonistas, usualmente lo relacionamos a problemas de asimetría de información y flujos de caja libre (Jensen, 1986). Una forma de reducir estos problemas es mediante el endeudamiento, en donde una deuda bancaria por ejemplo entregará señales positivas al mercado respecto de la solvencia del prestatario, y por tanto, mitigará la información asimétrica entre los *managers* y accionistas (Jensen, 1986; Stulz, 1990).

Concretamente la estructura de capital es utilizada como mecanismo de control directivo. De esta manera, el endeudamiento disminuye el consumo de beneficios no pecuniarios en desmedro de la riqueza de los dueños, ya que una empresa más apalancada se tornará más riesgosa, lo que constituye una amenaza en la estabilidad del empleo de los directivos provocando que estos aminoren ese tipo de gastos. Por tanto, la utilización de deuda funciona como mecanismo de disciplina directiva, por lo que se debería dar una relación inversa entre los costos de agencia y el endeudamiento de la empresa (López y Saona 2007).

Por otra parte, el plazo de la deuda podría tomar relevancia para mitigar los problemas de agencia. El uso de deuda a corto plazo disminuye los costos de agencia relacionados a la subinversión (Myers, 1977) y la sustitución de activos, los que surgen de los conflictos de agencia entre los accionistas de la empresa y los acreedores. Esto se debe a que la deuda a corto plazo hace la renegociación de forma más continua (Custódio *et al.*, 2012).

Además, la deuda a corto plazo también proporciona a los directivos la oportunidad para señalar información privada al mercado (Diamond, 1991).

A base de lo anterior, se formulan las siguientes hipótesis:

H1: Existe una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y los costos de agencia.

H2: Existe una relación negativa entre la deuda de corto plazo y los costos de agencia.

C. Concentración de propiedad

Una forma de mitigar los problemas de agencia es mediante la concentración de propiedad. Teóricamente, los accionistas podrían jugar un papel importante en monitorear el desempeño de los directivos en donde aquellos accionistas con mayores porcentajes de propiedad tienen mayores incentivos de supervisar la dirección de la empresa y lo pueden hacer de forma más efectiva (Friend y Lang, 1988; Shleifer y Vishny 1997).

En economías emergentes se suelen encontrar estructuras de gobierno corporativo débiles, con regulación deficiente y fiscalización muy limitada. La inestabilidad que se presenta en estos mercados deficientes origina el incentivo a la concentración de propiedad de la empresa, generando algún tipo de accionista controlador pudiendo ser otra empresa, una familia, un banco o el Estado, quien mantenga un rol activo en el manejo de la empresa (Lefort y González, 2008).

Al igual que los demás países latinoamericanos, Chile se caracteriza por tener una alta concentración de propiedad y numerosos grupos económicos. Estos grupos controlan varias empresas mediante estructuras piramidales o series accionarias con derechos preferentes a voto. De esta manera, la elevada

concentración de propiedad implica que el control corporativo es ejercido solo por un grupo de accionistas (los mayoritarios), por lo que se generan conflictos de intereses entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios (Lefort y González, 2008). Dichos problemas se generan básicamente cuando los accionistas mayoritarios alcanzan casi la totalidad de la propiedad de la empresa y toman decisiones en desmedro de los accionistas minoritarios, esto llevará a que la firma no se diversifique, pierda liquidez o incluso la posibilidad de expropiación de recursos por parte de los mayoritarios (Florackis, 2008).

Basado en lo anterior, el hecho de que una mayor concentración de propiedad implica una reducción en los costos de agencia no queda tan claro, por lo que se plantea la posibilidad de una relación negativa o no lineal entre ambas variables. En consecuencia, se plantea la siguiente hipótesis:

H3: La relación entre los costos de agencia y la concentración de propiedad puede ser positiva, negativa o no lineal.

D. Política de dividendos

Otro mecanismo corporativo para combatir los problemas de agencias tiene relación al pago de dividendos. En primera instancia, los directivos pueden utilizar el pago de dividendos como una señal confiable para transmitir información privada sobre flujos de caja y perspectivas futuras de la empresa, reduciendo asimetrías de información entre directivos e inversores externos.

Como medida de control de costos de agencia, la política de dividendos indica a los accionistas que los directivos se abstendrán de obtener beneficios privados a costa de ellos. Si el flujo de caja controlado por los directivos puede ser minimizado, será más difícil para ellos gastar el dinero en actividades que son en su propio beneficio. De esta forma, un mayor pago de dividendos implica una

reducción del flujo de caja libre, restringiendo la sobreinversión por parte de los directivos, y por esta razón, conduciendo a un mejor uso de los recursos de la empresa (Dewenter y Warther, 1998).

Otra posible forma de mitigar problemas de agencia mediante la política de dividendos consiste en: cuando una empresa no posee suficientes recursos internos para financiar sus pagos de dividendos, se verá con la obligación de conseguir recursos externos. Por lo que el manejo directivo queda bajo supervisión externa, ya que la empresa se somete al escrutinio de los mercados de capitales en donde busca dichos recursos (Easterbrook, 1984).

En el caso particular de Chile, es importante señalar que la política de pago de dividendos está regulada por la Ley N° 18.046⁴, la que indica que las sociedades anónimas chilenas tienen la obligación de pagar al menos el 30% de sus utilidades líquidas de cada ejercicio.

Con base en lo anterior, se establece la siguiente hipótesis:

H4: Un mayor pago de dividendos está negativamente relacionado con los costos de agencia.

E. Oportunidades de crecimiento

En función de una correcta toma de decisiones financieras, se hace necesario analizar la relación que existe entre los costos de agencia y las oportunidades de crecimiento de las firmas. De hecho, la magnitud de los costos de agencia relacionados a la subinversión, sustitución de activos y flujo de caja libre, se espera que varíe notoriamente de acuerdo con que si la firma posee altas o bajas oportunidades de crecimiento (Florackis, 2008).

En el caso de problemas de subinversión, las empresas más apalancadas pueden llegar a dejar pasar proyectos con VAN positivo

⁴Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas promulgada en el año 1981.

porque los flujos de caja van a pagar principalmente los compromisos actuales y el excedente en valor actual no retribuiría el aporte inicial que los accionistas aportan para la inversión. Dicho problema se presenta principalmente en empresas con atractivas oportunidades de crecimiento (Myers, 1977). Por otro lado la sustitución de activos hace alusión a la posibilidad que un alto nivel de deuda incite a los directivos a ejercer una política de inversión subóptima, en donde optarán por proyectos mucho más riesgosos, debido a que en el caso de fallar, los grandes perjudicados serían los acreedores (Jensen y Meckling, 1976). Al igual que el caso anterior, la sustitución de activos se presenta con mayor frecuencia en empresas con altas oportunidades de crecimiento debido a la asimetría de información entre los accionistas y acreedores. Por último, en relación con los problemas de flujos de caja libre, las empresas con mayores oportunidades de crecimiento presentan menos problemas de este tipo, ya que dichos problemas son más frecuentes en empresas que tienen importantes reservas de efectivo y que tienden a llevar a cabo proyectos riesgosos de inversión (Jensen, 1986).

Por lo expuesto anteriormente, se espera que la efectividad de los mecanismos corporativos sobre los costos de agencia varíe dependiendo del nivel de las oportunidades de crecimiento que presente la empresa. De esta forma, si los problemas de agencia tienen relación con subinversión o asimetrías de información, los mecanismos para mitigar dichos problemas debieran ser más efectivos en empresas con mayores oportunidades de crecimiento (Smith y Watts, 1992). Por otro lado, si los problemas de agencia son asociados con el uso del flujo de caja libre, se espera que los mecanismos de gobierno corporativo que disminuyen dichos problemas tengan una función más relevante en empresas con bajas oportunidades de crecimiento (Jensen, 1986).

F. Entorno institucional

Para efectos de esta investigación se hace necesario analizar el entorno institucional en el que se encuentra inmersa la economía chilena. Varios trabajos entre los que destacan los de La Porta *et al.* (1998) se han enfocado en caracterizar los sistemas financieros de cada país y de evaluar el progreso de los mecanismos de protección de sus inversionistas.

En general se pueden observar dos tipos de mercados, los que son definidos por la literatura como el modelo anglosajón y el modelo continental. El primero se caracteriza porque su regulación se basa en la jurisprudencia, permitiendo un cierto grado de autorregulación. Las empresas presentan una estructura de propiedad más dispersa o diluida, lo que dificulta el control y seguimiento de las decisiones empresariales. Además, este modelo mantiene un cuantioso mercado de bonos corporativos como fuente de financiamiento.

Por otro lado, el modelo continental se enmarca en una regulación basada en el derecho romano, lo que entorpece el camino a la autorregulación y regulación de conflictos (Lefort, 2003). Se caracteriza por tener una elevada concentración de propiedad y las empresas suelen pertenecer a grupos económicos o incluso estructuras piramidales. Es admisible señalar además que en el modelo continental existe una vigorosa industria bancaria, la que constituye la principal fuente de financiamiento.

El mercado chileno forma parte del modelo continental, en donde la regulación de las empresas chilenas se basa en el derecho romano con limitadas prácticas de autorregulación. Sin embargo a lo largo del tiempo Chile ha presentado un crecimiento económico y desarrollo institucional, lo que le ha permitido evolucionar a formas más híbridas de sistemas financieros, adquiriendo características de mercado propias del modelo anglosajón a base de legislación basada en la jurisprudencia. La principal fuente de financiamiento de las empresas chilenas es el endeudamiento bancario, aun cuando poco a

poco se ha incrementado el mercado de bonos corporativos. La estructura de propiedad por su parte presenta las características más distintivas respecto del modelo anglosajón, en donde las firmas poseen elevados niveles de concentración de propiedad, tienen estructura piramidal, existe un gran número de grupos económicos y bastante presencia familiar (Gutiérrez,2008).

En cuanto al marco regulatorio del sistema financiero chileno, las principales leyes que rigen el mercado son la Ley de Mercado de Valores (Ley N° 18.045) y la Ley de Sociedades Anónimas (Ley N° 18.046), ambas promulgadas en 1981.

La Ley N° 18.045 abarca temas como la información periódica a accionistas, información de hechos esenciales, sanciones penales y civiles, entre otros. Mientras que la Ley N° 18.046 comprende aspectos como el registro de accionistas, derecho a participar y votar en juntas de accionistas, composición del directorio, entre otros.

Posteriormente, el 2000 se aprobó la ley de OPA y gobiernos corporativos (Ley N° 19.705). Entre los principales aportes de esta ley se encuentran: se incorpora la exigencia de la Oferta Pública de Acciones (OPA) obligatoria, informada y a prorrata para todos los accionistas, crea la figura de comités de directores, reconoce derechos políticos a los tenedores de ADR, entre otros aspectos para el progreso del gobierno corporativo en las empresas chilenas.

3. Variables y metodología

A. Fuentes de información y variables

Para el análisis empírico de problemas de agencia, en el presente estudio se utiliza una muestra de 113 empresas chilenas no financieras listadas en la Bolsa de Valores de Santiago. Para ello se elaboró un panel de datos desequilibrado con 1.118 observaciones comprendiendo un período desde 2003 a 2013, el que se trabajó con

la metodología de datos de panel. Los datos se obtuvieron de la base Thomson One y de la Superintendencia de Valores y Seguros.

A continuación se describen las variables utilizadas en este trabajo, las que se basan plenamente en la revisión teórica examinada. En la tabla 1 se exponen las variables en forma resumida.

Tabla 1

Definición de las variables utilizadas

| VARIABLE | DEFINICIÓN |
|----------|---|
| ROACT | Ventas totales/ Activos totales |
| DTAT | Deuda total/ Ativo total |
| DCDT | Deuda de corto plazo/ Deuda total |
| P1 | % Propiedad poseída por el primer accionista |
| PICUAD | P1 al cuadrado |
| FAM | Dummy que toma el valor de 1 si el primer propietario es familia y 0 en caso contrario. |
| PAYOUT | Dividendos pagados/Patrimonio |
| QTOBIN | (Capitalización bursátil + Deuda total)/ Activos totales |
| TAM | Logaritmo natural de ventas totales |

En primer lugar, como variable dependiente, se emplea el *ratio* de ventas totales sobre activos totales (ROACT) como una medida inversa de los costos de agencia. Este *ratio* mide la eficiencia en la utilización de los activos por parte de los directivos, en donde un bajo valor de este *ratio* indica toma de decisiones incorrectas, esfuerzos insuficientes, compra de activos improductivos o consumos de perquisites⁵, por lo que existirían altos costos de

⁵Aquellos consumos extraordinarios con carácter discrecional y normalmente no pecuniarios en los que se utilizan recursos superiores a los deseados por los accionistas, como por ejemplo el uso de vehículos de la empresa, oficinas excesivamente lujosas, *jets* privados, etcétera.

agencia entre directivos y accionistas (Ang *et al.*, 2000). Por otro lado, un alto valor de este *ratio* implicaría un mejor aprovechamiento de los activos de la empresa, ya que un mayor incremento de las ventas en relación con los activos supondría un mayor esfuerzo ejecutivo por parte de los directivos.

Entre las variables independientes se abordan la estructura de capital, la concentración de propiedad y la política de dividendos de las firmas, las que serán controladas por la condición del primer accionista en caso de que sea familia, las oportunidades de crecimiento y el tamaño de la empresa. Considerando además el sector industrial y su variación con el tiempo. Dichas variables se describen a continuación.

En primer lugar, la variable a utilizar para medir la deuda será el *ratio* de endeudamiento (DTAT), el que consiste en la deuda total sobre los activos totales. Adicionalmente, también se considerará el plazo de la deuda como determinante de los costos de agencia, para ello utilizaremos la variable de deuda a corto plazo sobre deuda total (DCDT). Esto, ya que la deuda de corto plazo podría ser más útil que la deuda de largo plazo en la reducción de problemas (Florackis, 2008).

Por otra parte, la concentración de propiedad es medida mediante la proporción de acciones poseídas por el principal accionista (P1). Adicionalmente se incorpora el término de concentración de propiedad al cuadrado (PICUAD) por la posibilidad de encontrar una relación no lineal con los costos de agencia.

La distribución de dividendos por su parte se medirá con base en la razón entre los dividendos pagados dividido por el patrimonio total (PAYOUT). Es importante mencionar que para esta variable se utiliza el patrimonio en lugar de las utilidades o ingreso neto de la empresa con el propósito de evitar *ratios* negativos.

En cuanto a las variables de control, se emplea una variable dicotómica, la que indicará si el controlador corresponde a una empresa familiar o no. Así, se establece la variable (FAM), la que tomará el valor de 1 si la empresa es de naturaleza familiar y 0 si no.

En este caso cuando los accionistas mayoritarios corresponden a familias, en donde al tener mayores incentivos de monitoreo y control, debiera existir una disminución de los costos de agencia. Sin embargo, dichos accionistas mayoritarios podrían seguir objetivos individuales o familiares alejándose de la maximización de utilidades en desmedro de los accionistas minoritarios. Incluso accionistas mayoritarios podrían contratar a miembros incompetentes de la familia para los puestos ejecutivos de la empresa en lugar de contratar a gerentes competentes (Pérez-González, 2006).

La magnitud de los costos de agencia relacionados a la subinversión, sustitución de activos y flujo de caja libre, se espera que varíe notoriamente de acuerdo con que si la firma posee altas o bajas oportunidades de crecimiento (Florackis, 2008). Por lo que para medir las oportunidades de crecimiento se utilizará una aproximación de la *Q* de *Tobin* (QTOBIN), la que consiste en la suma de la capitalización bursátil y la deuda total dividido por los activos totales de la firma.

Del mismo modo, como variable de control también se considera el tamaño de la firma (TAM), la que es establecida como el logaritmo natural de las ventas totales. Es admisible señalar que empresas más grandes pueden disminuir sus costos de agencia a base de economías de escala o alcance, ya que hay un uso más eficiente de los activos (Ang *et al.*, 2000), no obstante, empresas de mayor tamaño suelen presentar mayor separación de la propiedad y control, conduciendo a un aumento de problemas de agencia. Por este motivo, sería interesante ver qué ocurre para el caso chileno.

Finalmente, se señala que la medida de costos de agencia utilizada puede ser afectada por el sector industrial al que pertenecen las empresas. Esto, porque según al sector en donde opera la firma, variará su estructura de costos y el nivel de activos utilizados. Por ello en este trabajo se incluyen ocho variables *dummy* que representan la clasificación sectorial de las empresas estudiadas

(DUMMY SECTOR)⁶, así como también variables *dummy* de tiempo (DUMMY AÑO).

B. Metodología

El estudio de las variables a contrastar con las hipótesis planteadas anteriormente se llevará a cabo en dos fases. En la primera se realizará un análisis descriptivo en donde se estudiará en términos generales a la empresa chilena basado en estadísticos descriptivos y al análisis de medias. En la segunda etapa se desarrolla un análisis multivariado a base del desarrollo de regresiones utilizando la metodología de datos de panel.

La composición de la muestra permite la combinación de cortes transversales y series de tiempo, lo que permite controlar tanto la heterogeneidad inobservable presente en los datos, así como también los usuales problemas de simultaneidad en los estudios acerca de decisiones empresariales (Arellano y Bover, 1990).

La especificación general de un modelo de regresión con datos de panel es la siguiente:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X\beta_{it} + \mu_{it} \quad \text{con } i = 1, \dots, N; \text{ y } t = 1, \dots, T$$

Donde i corresponde al individuo o empresa en este caso, t es la dimensión en el tiempo, α es un vector de interceptos de n parámetros, β es un vector de K parámetros y X_{it} es la i -ésima observación al momento t para las K variables explicativas.

Sobre la base de este modelo general se estimaron modelos de datos de panel con modelo MCO agrupado, efecto fijo y efecto aleatorio. Sin embargo, el primero asume que los coeficientes son

⁶Efecto de la industria es medido basado en el código SIC de dos dígitos en el que se establecen ocho sectores industriales para el sistema financiero chileno.

constantes para todos los individuos en el tiempo, lo que es difícil de asumir considerando la heterogeneidad de las empresas que componen la muestra. Por tanto, solo se analizan los modelos de efectos fijos y efectos variables, para ello se emplea el *test* de Hausman con el propósito de definir cuál de los dos es el más adecuado en términos econométricos.

De esta forma, los modelos que relacionan los costos de agencia con los mecanismos de control y monitoreo corporativo se definen de la siguiente manera:

Modelo 1:

$$ROTACT_{it} = \alpha + \beta_1 DTAT_{it} + \beta_2 FAM_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} \\ + \beta_5 DUMMYAÑO_{it} + \beta_6 DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 2:

$$ROTACT_{it} = \alpha + \beta_1 DCDT_{it} + \beta_2 FAM_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} \\ + \beta_5 DUMMYAÑO_{it} + \beta_6 DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 3:

$$ROTACT_{it} = \alpha + \beta_1 P1_{it} + \beta_2 FAM_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 TAM_{it} \\ + \beta_5 DUMMYAÑO_{it} + \beta_6 DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 4:

$$ROTACT_{it} = \alpha + \beta_1 PAYOUT_{it} + \beta_2 FAM_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 TAM_{it} \\ + \beta_5 DUMMYAÑO_{it} + \beta_6 DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 5:

$$ROTACT_{it} = \alpha + \beta_1 DTAT_{it} + \beta_2 DCDT_{it} + \beta_3 P1_{it} + \beta_4 PAYOUT_{it} \\ + \beta_5 FAM_{it} + \beta_6 QTOBIN_{it} + \beta_7 TAM_{it} \\ + \beta_8 DUMMYAÑO_{it} + \beta_9 DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelo 6:

$$\begin{aligned} ROTACT_{it} = & \alpha + \beta_1 DTAT_{it} + \beta_2 DCDT_{it} + \beta_3 P1_{it} + \beta_4 PICUAD_{it} \\ & + \beta_5 PAYOUT_{it} + \beta_6 FAM_{it} + \beta_7 QTOBIN_{it} \\ & + \beta_8 TAM_{it} + \beta_9 DUMMYAÑO_{it} + \beta_{10} DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Modelo 7:

$$\begin{aligned} ROTACT_{it} = & \alpha + \beta_1 DTAT_{it} + \beta_2 DCDT_{it} + \beta_3 P1_{it} + \beta_4 PICUAD_{it} \\ & + \beta_5 PAYOUT_{it} + \beta_6 FAM_{it} + \beta_7 TAM_{it} \\ & + \beta_8 DUMMYAÑO_{it} + \beta_9 DUMMYSEC_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

En donde el subíndice i indica las empresas que van desde 1 a 113, t son los años que van desde 2003 a 2013 y ε_{it} corresponde al término de error que incluye el efecto individual, el temporal y error estocástico.

4. Resultados

A. Análisis descriptivo

En esta sección se describen algunas características de las empresas chilenas a base de los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en este trabajo, y además se realizará un *test* de diferencia de medias, de tal manera de obtener un diagnóstico más detallado de la situación existente en el mercado chileno. En la tabla 2 podemos ver que en promedio las empresas chilenas no financieras presentan un *ratio* de ventas totales sobre activos totales de 72%. En relación con el endeudamiento podemos observar que en término medio las empresas chilenas presentan un *ratio* de deuda total sobre activos totales de 23%, y además se observa que predominan las deudas con vencimiento a largo plazo, ya que el *ratio* de deuda de corto plazo sobre la deuda total solo alcanza 33%.

Como ya se ha mencionado anteriormente, Chile se encuentra enmarcado en el modelo continental, lo que tiene sentido al observar 45% de propiedad en promedio para los primeros accionistas. También se observa que las empresas familiares son predominantes en el mercado chileno alcanzando 69% en promedio. Se observa también que en promedio las empresas chilenas pagan 7,6% de su patrimonio en dividendos.

Tabla 2

Estadísticos descriptivos de la muestra

| VARIABLE | OBS. | MEDIA | DESV. EST. | MÍNIMO | MÁXIMO |
|----------|-------|-------|------------|--------|--------|
| ROACT | 1.118 | 0,716 | 0,565 | 0,000 | 4,608 |
| DTAT | 1.118 | 0,232 | 0,144 | 0,000 | 0,731 |
| DCDT | 1.118 | 0,327 | 0,302 | 0,000 | 1,000 |
| PI | 1.118 | 0,448 | 0,223 | 0,072 | 1,000 |
| PAYOUT | 1.118 | 0,076 | 0,144 | 0,000 | 1,455 |
| FAM | 1.118 | 0,587 | 0,493 | 0,000 | 1,000 |
| QTOBIN | 1.118 | 1,139 | 0,777 | 0,145 | 7,311 |
| TAM | 1.118 | 18,49 | 2,133 | 9,967 | 23,22 |

En cuanto a la variable Q de *Tobin* podemos ver que efectivamente existen oportunidades de crecimiento, alcanzando 114% (1,14), no obstante hay que tener en cuenta la elevada desviación estándar de este resultado y su rango, para un correcto análisis.

Además, en la tabla 3 podemos observar que las variables explicativas utilizadas en los modelos presentan bajo nivel de correlación, exceptuando la relación entre DTAT con SIZE y PAYOUT con QTOBIN, los que mantienen una correlación positiva de 0,41 y 0,5, respectivamente. De esta forma podemos ver que no

se presentan correlaciones muy altas que conduzcan a problemas de multicolinealidad en los modelos.

Tabla 3

Matriz de correlaciones de la muestra

| | ROTACT | DTAT | DCDT | PI | PAYOUT | FAM | QTOBIN | TAM |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| ROTACT | 1,000 | | | | | | | |
| DTAT | 0,092 | 1,000 | | | | | | |
| DCDT | 0,063 | -0,248 | 1,000 | | | | | |
| PI | 0,082 | -0,081 | 0,012 | 1,000 | | | | |
| PAYOUT | 0,034 | -0,134 | 0,076 | 0,091 | 1,000 | | | |
| FAM | 0,143 | -0,094 | 0,034 | -0,150 | -0,152 | 1,000 | | |
| QTOBIN | -0,036 | -0,065 | -0,050 | 0,037 | 0,499 | -0,114 | 1,000 | |
| TAM | 0,379 | 0,411 | -0,214 | 0,014 | 0,038 | 0,052 | 0,026 | 1,000 |

Finalmente se desarrolla un análisis de medias en donde la muestra se dividió en dos partes en función de las variables ROTACT. De esta forma cada variable dependiente estará conformada por dos submuestras separadas por sus respectivas medianas. Entonces, se calcula la media de cada submuestra respecto de cada variable explicativa a analizar, para luego comparar dichas medias con el propósito de determinar la significancia estadística de las diferencias. En la tabla 4 se describen los resultados obtenidos.

Basándonos en los resultados de la tabla 4 podemos ver que las empresas con menores costos de agencia, es decir, con valores de ROTACT sobre la mediana, presentan un mayor nivel de endeudamiento, su deuda es de corto plazo, tienen una concentración de propiedad más alta, mantienen un mayor pago de dividendos, son empresas familiares y presentan altas oportunidades

de crecimiento. Además se observa que las empresas de menor tamaño tienen menos costos de agencia que las más grandes.

A pesar de que los resultados carecen de precisión necesaria, ya que no constituye un análisis multivariable, en general se apegan a la teoría, dando luces de que mecanismos de control corporativo como el endeudamiento, la concentración de propiedad y el pago de dividendos ayudan a mitigar costos de agencia.

Tabla 4

Análisis de diferencias de medias

| VARIABLES | VARIABLE DEPENDIENTE ROTACT | | |
|-----------|------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------|
| | MEDIA DE ROTACT BAJO LA MEDIANA | MEDIA DE ROTACT SOBRE LA MEDIANA | DIF. MEDIAS (SIGNIFIC.) |
| DTAT | 0,223 | 0,240 | -0,018 |
| | | | 0,042 |
| DCDT | 0,283 | 0,371 | -0,087 |
| | | | 0,000 |
| PI | 0,429 | 0,467 | -0,037 |
| | | | 0,005 |
| PAYOUT | 0,051 | 0,102 | -0,051 |
| | | | 0,000 |
| FAM | 0,549 | 0,624 | -0,075 |
| | | | 0,011 |
| QTOBIN | 1,036 | 1,241 | -0,206 |
| | | | 0,000 |
| SIZE | 17,79 | 19,17 | -1,378 |
| | | | 0,000 |

B. Análisis multivariado

En esta sección se analizan los resultados obtenidos empíricamente y se contrastan con las hipótesis establecidas para este trabajo. En primer lugar se analizan los modelos 1 a 5 para estudiar tanto los

efectos individuales como en su forma conjunta de las variables explicativas sobre los costos de agencia y posteriormente se analiza el modelo 6, en el que se agrega la variable PICUAD con el propósito de observar si la concentración de propiedad presenta un comportamiento no lineal. Finalmente, a base del modelo 6, la muestra se divide en dos partes iguales correspondientes a oportunidades de crecimiento altas y bajas, de tal manera de analizar el impacto de los mecanismos de control según el nivel de oportunidades de crecimiento que presentan las empresas. Es importante señalar que para cada estimación de los modelos se utilizaron errores robustos con el propósito de aminorar potenciales problemas de heterocedasticidad.

Los resultados obtenidos en los modelos 1 a 5 se exponen en la tabla 5. Para cada modelo se efectuó el *test* de Hausman, el que es presentado en la tabla como forma de medir la pertinencia del procedimiento de estimación elegido.

Como podemos ver en la tabla 6, tanto en el modelo 1 como en el 5 se puede apreciar que el *ratio* de endeudamiento DTAT presenta una relación negativa y significativa al 1% con ROTACT. Esto indica que mientras mayor sea la eficiencia en la utilización de activos (menores costos de agencias) las empresas se endeudarán menos, tomando un comportamiento opuesto al planteado en la hipótesis 1. Obteniendo similares resultados a los encontrados por Singh y Davidson (2003) para empresas grandes en el mercado estadounidense.

En cuanto a la deuda a corto plazo en el modelo 2 y 5 se observa que el coeficiente es positivo y estadísticamente significativo a un nivel de confianza del 95%. Este resultado va acorde a lo establecido en la hipótesis 2, ya que el endeudamiento a corto plazo funciona como mecanismo para disminuir los costos de agencia.

Tabla 5

*Coefficientes estimados y errores estándar
(variable dependiente ROTACT)*

| VARIABLES | MODELO 1 | MODELO 2 | MODELO 3 | MODELO 4 | MODELO 5 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DTAT | -0,592*** | | | | -0,559*** |
| | -0,143 | | | | -0,144 |
| DCDT | | 0,097** | | | 0,079** |
| | | -0,039 | | | -0,038 |
| P1 | | | 0,048 | | 0,023 |
| | | | -0,146 | | -0,138 |
| PAYOUT | | | | 0,213** | 0,177** |
| | | | | -0,084 | -0,073 |
| FAM | 0,093 | 0,115 | 0,119 | 0,122 | 0,099 |
| | -0,091 | -0,09 | -0,091 | -0,091 | -0,091 |
| QTOBIN | 0,062*** | 0,061*** | 0,059*** | 0,046*** | 0,053*** |
| | -0,016 | -0,015 | -0,016 | -0,017 | -0,015 |
| TAM | 0,176*** | 0,163*** | 0,162*** | 0,161*** | 0,175*** |
| | -0,018 | -0,018 | -0,018 | -0,018 | -0,018 |
| CONSTANTE | -2,409*** | -2,386*** | -2,357*** | -2,309*** | -2,447*** |
| | -0,341 | -0,345 | -0,349 | -0,353 | -0,335 |
| | | | | | |
| DUMMY SECTOR | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí |
| DUMMY AÑO | Sí | Sí | Sí | Sí | Sí |
| OBSERVACIONES | 1.118 | 1.118 | 1.118 | 1.118 | 1.118 |
| R CUADRADO | 0,462 | 0,435 | 0,429 | 0,436 | 0,469 |
| TEST F | 216,5*** | 183,9*** | 156,9*** | 165,7*** | 242,9*** |
| TEST HAUSMAN | 17,72 | 23,44 | 12,38 | 12,48 | 22,22 |
| NÚMERO EMPRESAS | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 |

Notas: Errores estándar entre paréntesis.

*, ** y *** representan el nivel de significancia a un 10%, 5% y 1% respectivamente.

La variable dependiente es ROTACT. Basado en el test de Hausman, para todos los modelos se utilizó efectos aleatorios.

Al analizar la concentración de propiedad de las empresas, se puede apreciar que la variable referente al porcentaje de propiedad poseída por el primer accionista P1 tiene una relación positiva con ROTACT, sin embargo esta no es significativa, indicando de esta forma un escaso impacto sobre la medida de costos de agencia.

En cuanto al pago de dividendos (PAYOUT), se observa que tanto el modelo 4 como el 5 presentan una relación positiva y significativa al 1% con ROTACT. Lo que es consistente con la teoría, ya que un mayor pago de dividendos implicará una disminución de costos de agencia. Es factible mencionar que las empresas chilenas se rigen por la Ley N° 18.046, la que señala que las sociedades anónimas chilenas tienen la obligación de pagar dividendos de al menos el 30% de sus utilidades líquidas de cada ejercicio. Por este motivo dicha ley es un factor clave en el impacto que tiene la política de dividendos de las empresas chilenas sobre los costos de agencia, lo que es consistente con los resultados obtenidos.

La variable FAM correspondiente a empresas en donde el primer accionista es una familia, arroja un coeficiente positivo pero estadísticamente no significativo, por lo que no presenta mayor relevancia en el modelo. Por otro lado, las oportunidades de crecimiento medidas por la Q de *Tobin* (QTOBIN) presentan una relación positiva y significativa con ROTACT para los cinco modelos, sugiriendo que empresas con altas oportunidades de crecimiento son más efectivas en la reducción y control de costos de agencia. Esto indica que empresas con bajas oportunidades de crecimiento presentan mayores costos de agencia, lo que sugiere problemas de agencia asociados con el flujo de caja de las firmas (Jensen, 1986).

Por último, al observar la variable correspondiente al tamaño de la empresa (TAM) los resultados arrojan coeficientes positivos y significativos al 1%, señalando que mientras mayor sea el tamaño de la empresa, la eficiencia en la utilización de activos (ROTACT) será mayor, por lo que existirán menores problemas de agencia. Esto puede explicarse en parte por el hecho de que las grandes empresas tienen acceso a una gama más amplia de recursos para la mitigación o control de los conflictos de agencia entre accionistas y directivos.

En términos generales, se puede ver que todos los modelos muestran un alto grado de significancia global alcanzando un nivel

de confianza superior al 99%, es decir, los parámetros como un todo son significativos. Además, los coeficientes de determinación (RCUADRADO) son bastante aceptables superando el 40% de explicabilidad por parte de las variables independientes.

En la tabla 6 se expone el modelo 6 en el que se incorpora la variable P1CUAD utilizado para corroborar la existencia de un comportamiento no lineal en el efecto de la concentración de propiedad sobre los costos de agencia. Además, se muestran los resultados al dividir la muestra en altas y bajas oportunidades de crecimiento, porque es probable que la magnitud de los costos de agencia difiera según el nivel de oportunidades de crecimiento que presente la firma.

Al observar los resultados arrojados por el modelo 6, en general se repite la dirección con que cada mecanismo de control afecta en los costos de agencia. Sin embargo, al incluir la variable P1CUAD se obtiene un resultado bastante interesante en relación con la concentración de propiedad. La variable P1, que mide el porcentaje de participación accionaria del primer accionista, arroja un coeficiente estadísticamente significativo relacionándose positiva-mente con ROTACT, indicando que una empresa más concentrada será más eficiente en la utilización de los activos. No obstante la variable P1 al cuadrado (P1CUAD), deja en evidencia una relación negativa y significativa al 1%, lo que sugiere que a medida que aumenta la concentración de la propiedad, es más probable que al llegar a un cierto punto se traduzca en costos de agencia más altos, lo que refleja el poder de los grandes accionistas de expropiar recursos de la empresa y tomar decisiones para extraer beneficios privados.

Tabla 6

Coefficientes estimados y errores estándar incluyendo PICUAD y controlando por oportunidades de crecimiento

| VARIABLES | MODELO 6 | MODELO 7 | |
|---------------|----------|------------------------------------|------------------------------------|
| | | ALTAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO | BAJAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO |
| DTAT | - | -0,538*** | -0,737*** |
| | -0,14 | -0,16 | -0,27 |
| DCDT | 0,075** | 0,067 | 0,06 |
| | -0,035 | -0,047 | -0,057 |
| P1 | | 1,338* | 1,727*** |
| | -0,625 | -0,719 | -0,582 |
| PICUAD | - | -1,171* | -1,749*** |
| | -0,584 | -0,643 | -0,534 |
| PAYOUT | 0,172** | 0,324*** | 0,135 |
| | -0,069 | -0,089 | -0,14 |
| FAM | 0,101 | 0,127 | 0,073 |
| | -0,091 | -0,089 | -0,112 |
| QTOBIN | 0,055*** | | |
| | -0,015 | | |
| TAM | | 0,116*** | 0,190*** |
| | -0,017 | -0,019 | -0,022 |
| CONSTANTE | - | -1,683*** | -2,952*** |
| | -0,358 | -0,436 | -0,422 |
| | | | |
| DUMMY SECTOR | Si | Si | Si |
| DUMMY AÑO | Si | Si | Si |
| OBSERVACIONES | 1.118 | 559 | 559 |
| R CUADRADO | 0,493 | 0,324 | 0,509 |
| TEST F | 253,4*** | 133,5*** | 198,9*** |
| TEST HAUSMAN | 25,49 | 27,45* | 16,47* |
| NÚMERO | 113 | 95 | 93 |

Notas: Errores estándar entre paréntesis.

*, ** y *** representan el nivel de significancia a un 10%, 5% y 1% respectivamente.

La variable dependiente es ROTACT. Basado en el test de Hausman, para todos los modelos se utilizó efectos aleatorios.

Finalmente, para medir el impacto de la estructura de capital, la concentración de propiedad y la política de dividendos en los costos de agencia a base de empresas con altas o bajas oportunidades de crecimiento, la muestra se separa en dos partes iguales respecto de la mediana de la variable *Q* de *Tobin*.

Los resultados del modelo 7 muestran que el nivel de endeudamiento presenta una relación negativa con la eficiencia en la utilización de activos, por lo que empresas más endeudadas tendrán mayores costos de agencia con independencia del nivel de oportunidades de crecimiento. Otro resultado relevante tiene relación con la concentración de propiedad, en donde se observa un efecto no lineal sobre los costos de agencia de una manera mucho más significativa en un contexto de bajas oportunidades de crecimiento. En ese sentido, en el caso que la empresa disponga de bajas oportunidades de crecimiento, y los directivos tengan incentivos a invertir en proyectos de VAN negativo, el control de los accionistas mayoritarios puede manejar el comportamiento discrecional. Sin embargo, una excesiva concentración lleva a la posibilidad de expropiación de riquezas de los accionistas minoritarios.

Los resultados también arrojan que para altas oportunidades de inversión existe una relación positiva entre ROTACT y la variable de pago de dividendos a un nivel del 1%. Este resultado implica que empresas con altas oportunidades de crecimiento son más propensas a pagar mayores niveles de dividendos con el propósito de emitir información favorable sobre expectativas futuras, así como también reducir asimetrías de información entre controladores y accionistas minoritarios.

Por último se aprecia una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la eficiencia en la utilización de activos, no obstante, esta relación es independiente del nivel de oportunidades rentables de inversión.

5. Conclusiones

El presente trabajo se enfoca en analizar el impacto de ciertos mecanismos corporativos de control, como la estructura de capital, la concentración de propiedad y la política de dividendos sobre la discrecionalidad directiva en empresas chilenas no financieras.

La discrecionalidad de los directivos, traducida en costos de agencia, se expresó mediante el *ratio* de rotación de activos. Dicho *ratio* actúa como una medida inversa de los costos de agencia refiriéndose a la eficiencia directiva en la utilización y aprovechamiento de estos.

Sobre la base de los resultados obtenidos en este trabajo, en primer lugar se puede apreciar que la estructura de capital no se comporta como un mecanismo para mitigar costos de agencia, sino más bien pareciera que el endeudamiento de las empresas favorece la discrecionalidad directiva en el mercado chileno. La explicación a esta situación tiene que ver con las características propias del mercado financiero chileno en donde la principal fuente de financiamiento de las empresas chilenas es la deuda bancaria, por lo que se puede generar un problema de selección adversa, porque empresas con altos niveles de costos de agencias solo tengan la posibilidad de conseguir deuda crediticia ante la incapacidad de encontrar otro tipo de financiamiento en los mercados de capitales. Sin embargo, existe evidencia que cuando la deuda es a corto plazo la divergencia de intereses disminuye entre directivos y accionistas. Esto puede ser explicado por el hecho de que si la deuda tiene vencimiento a corto plazo, los directivos estarán sometidos a un control más frecuente debido a la constante renovación de contratos de deuda, es decir, existirá una frecuente supervisión por parte de las instituciones financieras o acreedores.

En cuanto a la concentración de propiedad, tanto para altas como para bajas oportunidades de crecimiento presentes en la empresa, se observa un efecto no lineal sobre los costos de agencia. La mayor concentración de propiedad accionarial constituirá un

mecanismo de control para la firma, no obstante, para niveles más elevados pareciera producirse un efecto de expropiación de los accionistas mayoritarios sobre los minoritarios. Lo anterior puede ser causado por las estructuras piramidales y grupos económicos, en donde mientras los accionistas controladores apuntarán a la generación de utilidades de las diferentes sociedades controladas por el grupo económico, los accionistas minoritarios solo buscarán las utilidades de la empresa de la que son accionistas, generando conflictos de intereses entre ambas partes.

En relación con la política de dividendos, se observa que el efecto del pago de dividendos sobre el nivel de eficiencia sobre los activos es positivo y más significativo en presencia de altas oportunidades de crecimiento. Esto se apega a la teoría, ya que los directivos pueden utilizar el pago de dividendos como una señal confiable para transmitir información privada sobre flujos de caja y perspectivas futuras de la empresa, de tal manera de reducir asimetrías de información entre directivos e inversores externos. Además, este resultado tiene sentido al considerar la Ley N° 18.046, la que indica que las sociedades anónimas chilenas tienen la obligación de pagar al menos el 30% de sus utilidades líquidas de cada ejercicio, siendo este un mecanismo importante de protección a los accionistas minoritarios y, por tanto, en la reducción de costos de agencia.

A pesar que los resultados han sido en general satisfactorios, este trabajo presenta algunas limitaciones principalmente en relación con la carencia de datos respecto de la participación accionarial de los directivos (*managers*) y de los directores de las empresas, impidiendo de esta forma un estudio mucho más preciso acerca de la implicancia de los mecanismos de gobierno corporativo en los costos de agencia. Además, sería conveniente profundizar en función a otras medidas de agencia que permitan analizar las distintas situaciones de agencia, como los conflictos entre accionistas y acreedores o accionistas mayoritarios y minoritarios.

Referencias

- ANG, J.S., R.A. COLE and J.W. LIN (2000), "Agency costs and ownership structure", *The Journal of Finance*, Vol. 55(1), pp. 81-106.
- ARELLANO, M. and O. BOVER (1990), "La econometría de datos de panel", *Investigaciones Económicas*, Vol. 14(1), pp. 3-45.
- KRAAKMAN, R., P. DAVIES, J. ARMOUR, H.B. HANSMANN, G. HERTIG, L. ENRIQUES and K.J. HOPT (2009), *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, Oxford University Press on Demand.
- CUSTÓDIO, C., M.A. FERREIRA and L. LAUREANO (2013), "Why are US firms using more short-term debt?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 108(1), pp. 182-212.
- DEWENTER, K.L. and V.A. WARTHER (1998), "Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms", *The Journal of Finance*, Vol. 53(3), pp. 879-904.
- DIAMOND, D.W. (1991), "Debt maturity structure and liquidity risk", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106(3), pp. 709-737.
- EASTERBROOK, F.H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends", *The American Economic Review*, Vol. 74(4), pp. 650-659.
- FAMA, E.F. and M.C. JENSEN (1983), "Separation of ownership and control", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26(2), pp. 301-325.
- FLORACKIS, C. (2008), "Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4(1), pp. 37-59.
- FRIEND, I. and L.H. LANG (1988), "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure", *The Journal of Finance*, Vol. 43(2), pp. 271-281.
- GUTIÉRREZ, M.G. (2008), Costes de agencia y de transacción como determinantes de las decisiones financieras: un análisis de ecuaciones estructurales. (Doctoral dissertation, Universidad Complutense de Madrid).

- JENSEN, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76(2), pp. 323-329.
- JENSEN, M.C. and W.H. MECKLING (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), pp. 305-360.
- LÓPEZ, F. and P. SAONA (2007), "Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española", *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, Vol. 10(31), pp. 119-146.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES and A. SHLEIFER (1998), "Law and finance", *The Journal of Political Economy*, Vol. 108(6), pp. 1131-1155.
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES and A. SHLEIFER (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 54(2), pp. 471-517.
- LEFORT, F. (2003), "Gobierno corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?", *Cuadernos de Economía*, Vol. 40(120), pp. 207-237.
- LEFORT, F. and R. GONZÁLEZ (2008), "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile", *Revista Abante*, Vol. 11(1), pp. 17-37.
- MYERS, S.C. (1977), "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5(2), pp. 147-175.
- PÉREZ-GONZÁLEZ, F. (2006), "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, Vol. 96(5), pp. 1559-1588.
- SHLEIFER, A. and R.W. VISHNY (1997), "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52(2), pp. 737-783.
- SINGH, M. and W.N. DAVIDSON III (2003), "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27(5), pp. 793-816.
- SMITH, CLIFFORD JR. and ROSS L. WATTS (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32(3), pp. 263-292.

SMITH JR, C.W. and J.B. WARNER, J (1979), "On financial contracting: An analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics*, Vol. 7(2), pp. 117-161.

STULZ, R. (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26(1), pp. 3-27.

Índice de contenido

Volumen 22 N° 1, 2015

“Conservadurismo contable, concentración de propiedad y estructuras piramidales: el caso de Chile”, CRISTIAN MEDINA MEDINA

“Determinantes de la venta adaptativa como capacidad dinámica de las firmas”,
RONY CASTILLO LEÓN

“Estructura de capital, concentración de propiedad y política de dividendos como factores determinantes de problemas de agencia en empresas chilenas”,
ROBERTO VALLEJOS VILLA

Volumen 21 N° 2, 2014

“Female Entrepreneurship a comparison between Mexico, Brasil and Chile”, MARÍA EUGENIA ELIZUNDIA.

“Orígenes de la disciplina de la Gestión de Recursos Humanos en una Facultad de Economía y Negocios”, EDUARDO ACUÑA A., JOSÉ ANTONIO MUGA N., FRANCISCO TRINCADO M., PEDRO PEDREROS M.

“Gobierno corporativo: una revisión de literatura especializada”, NATALIA JARA PINILLA, MAURICIO ALEJANDRO JARA BERTÍN.

Volumen 21 N° 1, 2014

“Comunidades de marca virtuales (CMV): compromiso y futuras intenciones”,
LESLIER VALENZUELA FERNÁNDEZ, CAROLINA MARTÍNEZ TRONCOSO.

“The Effects of the 2010 Chilean Natural Disasters on the Stock Market”, JOSÉ LUIS
RUIZ, MARCELO BARRERO.

“Caso de empresa Competitive Strategy in a Global Industry Joy Global faces
Caterpillar’s Acquisition of Bucyrus” ISMAEL OLIVA B., CARLOS E. FONSECA.

Volumen 20 N° 2, 2013

“Estructura de comisiones de las AFP: alternativas de cobro y sus efectos”, MARCELO
GONZÁLEZ ARAYA, CHRISTOPHER CLAVERO DÍAZ.

“Creencias institucionales: validación de un instrumento para el sector salud”,
CARLOS MAURICIO SALAZAR BOTELLO, MARÍA MARGARITA CHIANG VEGA,
YOHANA ANDREA MUÑOZ JARA.

“Caso de empresa Simplemail: el dilema de la expansión de la cartera de clientes”,
JUAN PABLO TORRES, PATRICIO MORALES, JUAN PABLO VIDAL, PETER VAN
EIJCK.

Volumen 20 N° 1, 2013

“The Effects of Service Quality on Customer Trust and Satisfaction in Internet
Banking”, EDUARDO TORRES-MORAGA, CRISTÓBAL BARRA, ARTURO Z.
VÁSQUEZ-PARRAGA.

“An application of Rolling chaos 0-1 test on Stock Market”, CHRISTIAN ESPINOSA,
JUAN GORIGOITÍA.

“Caso de empresa Partmo: una decisión para competir a futuro”, ISMAEL OLIVA

Volumen 19 N° 2, 2012

“Factores que influyen en la preferencia por las marcas de distribuidor en un mercado emergente”, MÓNICA GÓMEZ S., GALO PAIVA C., BERTA SCHNETTLER M.

“Premio por riesgo de liquidez en el mercado interbancario, para un grupo de economías emergentes”, JORGE GREGOIRE C., CLAUDIO ORTIZ.

“Efecto de cambios de gerentes generales y presidentes de directorio en el valor de la firma para el mercado chileno, periodo 2001-2011”, MARCELO GONZÁLEZ, CLAUDIO ORTIZ.

Volumen 19 N° 1, 2012

“La relevancia de la información financiera en la valoración del precio de las acciones de Chile y México”, NOEMÍ VÁSQUEZ QUEVEDO, DIEGO ARMANDO GARCÍA RAMÍREZ.

“Evidence on Annuity Choices en Chile”, JOSÉ LUIS RUIZ.

“Influencia de la adopción de tecnologías de información en el desempeño organizacional”, LESLIER VALENZUELA FERNÁNDEZ, CAROLINA MARTÍNEZ TRONCOSO .

“Caso de empresa, 3M Chile Brooms & Mops (A) Oportunidad”, ISMAEL OLIVA.

Volumen 18 N° 2, 2011

“Diversificación y determinantes del desempeño bancario: una comparación internacional”, MAURICIO JARA BERTIN, JOSÉ TOMÁS ARIAS MOYA, ARTURO RODRÍGUEZ PERALES.

“Formación y antecedentes de la lealtad del paciente en el contexto de los servicios médicos privados”, CRISTÓBAL BARRA, EDUARDO TORRES M., ARTURO Z. VÁSQUEZ-PARRAGA.

“Comportamiento del IPSA y valor fundamental: un análisis de cointegración 2004-2001”, JORGE GREGOIRE C., JORGE RÍOS C.

Volumen 18 N° 1, 2011

- “Felicidad: análisis de *drivers* entre Chile y Canadá”, MIGUEL MENDOZA H., BENJAMÍN GÓMEZ C.
- “Herding in Chile: the case of equity trading in the Chilean pension fund market”, PEDRO MIRANDA, RODOLFO RISCO, ROBERTO STEIN.
- “Horario de verano y su efecto en la valoración de activos: evidencia para Chile, Brasil y México”, MARCELO GONZÁLEZ, SILVANA CONTRERAS, ARTURO RODRÍGUEZ.
- “Caso de empresa, Daniel Achondo S.A.: la encrucijada del crecimiento”, ISMAEL OLIVA.

Volumen 17 N° 2, 2010

- “Marketing orientado al cliente y ética empresarial: efectos sobre el valor de la cartera”, LESLIER VALENZUELA F.
- “Técnicas alternativas para la selección de recursos humanos en el ámbito del deporte”, PATRICIA I. MOULIÁ, LUISA L. LAZZARI.
- “Análisis de *spread* de tasas para economías latinoamericanas”, FIORELLA BATTILANA JOSÉ LUIS RUIZ.

Volumen 17 N° 1, 2010

- “Flujos de inversión en fondos mutuos y comportamiento del inversionista: evidencia empírica en Chile”, JORGE GREGOIRE C., HERMAN GRANZOW C.
- “Brand Personality in Chile: a combined emic-etic approach”, SERGIO OLAVARRIETA, ROBERTO FRIEDMANN, ENRIQUE MANZUR.
- “Análisis de las propiedades métricas de un cuestionario basado en la teoría tridimensional de liderazgo”, EDGAR KAUSEL, JORGE MANZI.

Volumen 16 N° 2, 2009

“Determinantes de la productividad de los bancos en Chile”, CHRISTIAN JOHNSON, MARCOS VERGARA.

“El impacto de la información en los precios: el caso de Blanco y Negro”, LUIS AVENDAÑO, ARTURO RODRÍGUEZ.

“Impacto del fútbol en los retornos de índices accionarios de mercados latinoamericanos”, MARCELO GONZÁLEZ, MAXIMILIANO JUÁREZ.

“Caso de empresa, Industria salmonera chilena: esplendor y crisis”, ISMAEL OLIVA

Volumen 16 N° 1, 2009

“Factores que influncian la piratería de música digital desde Internet en Chile”, RODRIGO URIBE, CAROLINA MARTÍNEZ.

“Relación entre estructura de capital y retornos de acciones: evidencia de mercados latinoamericanos y EE.UU.”, ERWIN HANSEN, JUAN PABLO TORRES.

“Metodología DID-*matching* aplicada a la política pública de promoción de exportaciones”, VALESKA V. GELDRES W., M. SOLEDAD ETCHEBARNE L., LUIS H. BUSTOS M.

Volumen 15 N° 2, 2008

“Conflicto entre trabajo y familia: efectos sobre la salud y resultados laborales en mujeres”, EDUARDO BARROS, MARÍA CECILIA BARROS.

“Forecasting and forecast-combining of quarterly earnings-per-share via genetic programing”, ARTURO RODRÍGUEZ, JOAQUÍN TRIGUEROS.

“La calidad de servicio en el sector salud pública: una investigación empírica”, LESLIER VALENZUELA F.

Volumen 15 N° 1, 2008

“Uso de derivados cambiarios y su impacto en el valor de empresas: el caso de empresas chilenas no financieras”, AUGUSTO CASTILLO R., DAVID MORENO S.

“Open Market Share Repurchases and Earnings Management”, ARTURO RODRÍGUEZ, HENG YUE.

“Relación entre las dimensiones de la calidad del servicio y la satisfacción: un análisis de los componentes higiénicos y satisfactores”, EDUARDO TORRES M., ENRIQUE MANZUR M., PEDRO HIDALGO C., CRISTÓBAL BARRA V.

Volumen 14 N° 2, 2007

“Distribución de satisfacción laboral en diferentes grupos de empleados en Chile: similitud con culturas individualistas”, ANDRÉS RAINERI B.

“Factores determinantes del *spread* de retornos en bonos corporativos chilenos”, JORGE GREGOIRE C., CAROLINA ÁLVAREZ T.

“Historias de trabajadores chilenos: símbolos y significados culturales”, EDUARDO ACUÑA A.

“A Technical Note, Looback Options: a comparison between Monte Carlo Techniques”, MARCELO GONZÁLEZ A., ANTONINO PARISI F., ARTURO RODRÍGUEZ P.

Volumen 14 N° 1, 2007

“Logo Selection and Modification Guidelines: an empirical international validation in Chile”, SERGIO OLAVARRIETA S., ROBERTO FRIEDMANN.

“Construcción de la confianza del consumidor hacia la banca en Internet: un análisis de los factores de la imagen corporativa”, EDUARDO TORRES M., CARLOS FLAVIÁN B., PEDRO HIDALGO C.

“Memoria de largo plazo y efecto *reset* en retornos accionarios latinoamericanos”, CHRISTIAN ESPINOZA M.

“Nota técnica duración modificada en caso de TIR efectiva”, JAIME VALENZUELA O.

Volumen 13 N° 2, 2006

“Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE)”, CARLOS MAQUIEIRA V.,
CHRISTIAN WILLATT H.

“Actitud parental hacia la publicidad infantil en Chile: el rol de GSE y de la
dicotomía urbano-rural”, RODRIGO URIBE B., M. CONSTANZA ACUÑA G.,
ALEJANDRA CARRASCO G., SCHLOMIT CHECURA I.

“Nota técnica para estimar fronteras estocásticas: una aplicación a la banca chilena”,
MARCOS VERGARA.

Volumen 13 N° 1, 2006

“Generación y transferencia de conocimiento en pequeñas empresas: estudio de casos
en el sector de las tecnologías de la información”, LAURA ZAPATA, JOSÉ LUIS
PINEDA.

“Modelos de lógica y lógica borrosa en la predicción del IPSA”, ANTONINO PARISI F.,
JULIO REBOLLEDO, EDINSON CORNEJO S.

“Estrategias *contrarian* y *momentum*: evidencia en Chile”, MARCELO GONZÁLEZ A.

Volumen 12 N° 2, 2005

“Características de la publicidad infantil chilena en tiempos de mayor acceso a los
medios y a los bienes de consumo”, RODRIGO URIBE B.

“Adjustment of the WACC with Subsidized Debt in the Presence of Corporate Taxes:
The Finite-Horizon Case”, IGNACIO VÉLEZ-PAREJA, JOSEPH THAM, VIVIANA
FERNÁNDEZ.

“Efectos de las características psicográficas en la intención de compra de marcas
privadas en Chile”, ENRIQUE MANZUR M., PEDRO HIDALGO C., SERGIO
OLAVARRIETA S., PABLO FARÍAS N.

Volumen 12 N° 1, 2005

“Un modelo de valoración de bonos con rescate anticipado”, AUGUSTO CASTILLO R.,
ALEJANDRO VALENZUELA D.

“Determinants of Firm Leverage in Chile: Evidence from Panel Data”, VIVIANA
FERNÁNDEZ.

“Determinantes de la inversión a nivel de la empresa: un análisis de panel para
Chile”, OMAR F. CARRASCO, CHRISTIAN A. JOHNSON, HUGO A. NÚÑEZ.

Volumen 11 N° 2, 2004

“Costos de agencia y costos de transacción como determinantes de la tasa de
pago de dividendos en Chile: extensión”, CARLOS MAQUIEIRA V., INGRID
MONCAYO M.

“Tipo de cambio en Chile, período de flotación 1999-2002: modelos de retorno y
volatilidad”, JORGE GREGOIRE C., FRANCISCO OBILINOVIC P.

“La utilización de opciones en los pactos de accionistas de las Sociedades
Anónimas”, MARCELO GONZÁLEZ A., LESLIE TOMASELLO W.

Volumen 11 N° 1, 2004

“Detection of Breakpoints in Volatility”, VIVIANA FERNÁNDEZ.

“Capital de trabajo, gestión de tesorería y valuación de empresas”, GUSTAVO
GENONI, SALVADOR ZURITA L.

“Modos de algoritmos genéticos y redes neuronales en la predicción del signo de la
variación del IPSA”, ANTONINO PARISI F.

Volumen 10 N° 2, 2003

“Valuation of Investment Companies in Chile”, CARLOS MAQUEIRA V., SALVADOR ZURITA L., VALERIA GARCÍA O., MARÍA LUISA VELASCO D.

“El impacto de la cultura nacional en la administración de equipos de trabajos en Chile”, ANDRÉS RAINERI B.

“Análisis técnico: un estudio de la eficiencia de diferentes técnicas aplicadas sobre acciones pertenecientes a los índices bursátiles estadounidenses Dow Jones Industrial Average y Nasdaq”, ANTONINO PARISI F.

Volumen 10 N° 1, 2003

Exchange Rates Exposure and Optimal Hedging Strategies when Interest Rates are Stochastic: a Simulation-Based Approach”, AUGUSTO CASTILLO R.

“Modelos de redes neuronales aplicados a la predicción del tipo de cambio del dólar observado en Chile”, ANTONINO PARISI F., FRANCO PARISI F., JOSÉ LUIS GUERRERO.

“Satisfacción del consumidor en Chile: una aplicación a la metodología de índices nacionales de satisfacción”, PABLO MARSHALL, MARÍA DOLORES DÍAZ, RODRIGO CASTRO.

Volumen 9 N° 2, 2002

“Sobre la cobertura de mínima varianza con futuros”, SALVADOR ZURITA L.

“Contribuciones de la literatura para el estudio de organizaciones”, EDUARDO ACUÑA A.

“Reglas simples de análisis técnico y modelos autorregresivos en el mercado cambiario chileno entre 1995 al 2001”, ANTONINO PARISI F., FRANCO PARISI F., ENRIQUE CAÑAS I.

Volumen 9 N° 1, 2002

“Cláusulas restrictivas (*covenants*) en los contratos de bonos: evidencia empírica en Chile”, ÁLVARO ARAYA I., GONZALO ISLAS R., CARLOS MAQUIEIRA V.

“Lealtad y herencia en los noticieros centrales de la televisión chilena”, PABLO MARSHALL, IGNACIO ARNOLD.

“Evaluación de redes neuronales de predicción del signo de la variación del IPSA”, ANTONINO PARISI F.

“Comentarios de libros”.

Volumen 8 N° 2, 2001

“Administración del cambio organizacional en empresas chilenas”, ANDRÉS RAINERI B.

“The Announcement Effect of Junk Bond Issues: an Analysis of the 1976-1989 Period”, AUGUSTO CASTILLO R.

“Estructuras impositivas óptimas y el problema de la doble tributación del capital en economías pequeñas y abiertas”, FERNANDO DÍAZ H.

Volumen 8 N° 1, 2001

“Análisis de la conducta temporal de los ADRs latinoamericanos”, JORGE L. URRUTIA, JOSEPH VU.

“Times Prices and the Demand for Primary Health Care in Chile”, RICARDO HENRÍQUEZ H.

“Determinantes de la estructura de endeudamiento de empresas latinoamericanas emisoras de ADRs”, JORGE CHANG R., CARLOS MAQUIEIRA V.

Volumen 7 N° 1, 2000

“Anuncios de cambios en pagos de dividendos y su impacto en la riqueza de los accionistas: evidencia empírica en Chile”, CARLOS MAQUIEIRA V.

“The Determinants of the Choice of Preferred Providers among the Publicly Insured in Chile: an Empirical Analyses”, RICARDO HENRÍQUEZ.

“Mercados financieros y predicción del producto: evidencia chilena 1989-1997”, SERGIO ZÚÑIGA, KARLA SORIA

“Comentarios de libros”.

Volumen 6 N° 1, otoño 1999

“El movimiento de protección al consumidor y los efectos de la Ley 19.496”, MIGUEL MENDOZA H.

“Estimación de la estructura temporal de tasas de interés en Chile, 1994-1997”, SERGIO ZÚÑIGA, KARLA SORIA.

“El rol de las expectativas y deseos en la satisfacción del cliente: una aplicación de modelación de ecuaciones estructurales”, SERGIO OLAVARRIETA, ALEJANDRA GUTIÉRREZ, ARACELLY ZÁRATE.

Volumen 5 N° 2, primavera 1998

“Intereses de carrera de una muestra de administradores en Chile”, ANDRÉS RAINERI B.

“La organización saludable”, ERIC MILLER.

“Costos de agencia y costos de transacción como determinantes de la tasa de pago de dividendos en Chile”, CARLOS MAQUIEIRA V., MÓNICA DANÚS S.

“Comentarios de libros”.

Volumen 5 N° 1, otoño 1998

“Tres perspectivas teóricas para el estudio del cambio en organizaciones”, EDUARDO ACUÑA A.

“The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: an International Empirical Analysis”, WILLIAM L. MEGGINSON, ROBERT C. NASH, MATTHIAS VAN RANDENBORGH.

“Reemplazos y transiciones estructurales en organizaciones complejas”, FRANCISCO FERNÁNDEZ M.

Volumen 4 N° 2, primavera 1997

“Evaluation of Eight Project Selection Methods: the Case of Information Systems”, EELKO K.R.E. HUIZINGH, HANS C.J. VROLIJK.

“Bonos convertibles”, SALVADOR ZURITA L., IVÁN HUERTA G.

“Organizaciones sindicales y la modernización de las relaciones laborales en Chile”, EDUARDO ACUÑA A.

Volumen 4 N° 1, otoño 1997

“Tendencias, magnitud y causas de las huelgas de trabajadores dependientes de un empleador en Chile”, ALBERTO J. ARMSTRONG V.

“Política de dividendos en Chile, 1993 y 1994”, CARLOS MAQUIEIRA V., OLGA MARÍA FUENTES C.

“El proceso de administración publicitaria en Chile; investigación a los principales avisadores”, PEDRO HIDALGO CAMPOS.

Volumen 3 N° 2, primavera 1996

“Privatizaciones en Chile; eficiencia y políticas financieras”, CARLOS MAQUIEIRA V.,
SALVADOR ZURITA L.

“Diagnóstico de culturas organizacionales; evidencia empírica en Chile”, ANDRÉS
RAINERI B., ANDREA MARTÍNEZ DEL CANTO.

“Un enfoque evolutivo-dinámico de estrategia: más allá del atractivo de los mercados
y de los recursos distintivos”, SERGIO A. OLAVARRIETA, ROBERTO
FRIEDMANN.

“Algunas hipótesis sobre modernización de las relaciones laborales en las empresas
chilenas”, EDUARDO ACUÑA A., MARIO ALBURQUERQUE F.

Volumen 3 N° 1, otoño 1996

“Un enfoque coevolutivo del aprendizaje organizacional y la competencia en los
mercados”, SERGIO OLAVARRIETA SOTO.

“Risk-Based Premiums for Pension Insurance”, SALVADOR ZURITA L.

“Las leyes de la organización social”, OSCAR JOHANSEN B.

“The ADR Market and the Effects of ADR Issue on the Underlying Security: a
Survey”, FRANCO PARISI F.

Volumen 2 N° 2, primavera 1995

“Valuation of Natural Resources”, CARLOS MAQUIEIRA V.

“El enfoque de estrategia basado en los recursos; síntesis”, SERGIO OLAVARRIETA S.

“Habilidades de dirección de personal de los supervisores como determinantes de la
calidad de vida de sus subordinados en la organización”, ANDRÉS RAINERI B.,
CLAUDIO FUCHS B.

“Price and Variance Transmission from the U.S. Capital Market to Foreign Capital
Markets; Evidence in the Financial Times Actuaries World Indices from 1991
to 1993”, FRANCO PARISI F.

Volumen 2 N° 1, otoño 1995

“Habilidades de dirección de personal como un determinante de la calidad en el servicio interno”, ANDRÉS RAINERI B., CLAUDIO FUCHS B.

“Limited- and Nonrecourse Project Finance: a Survey”, STEFANIE KLEIMEIER.

“Medición, confiabilidad y validez en investigaciones en marketing y disciplinas de empresas relativas al comportamiento humano”, SERGIO OLAVARRIETA S.

“Nota técnica, Derivación del modelo de precios por arbitraje (APT)”, JORGE GREGOIRE C., SALVADOR ZURITA L.

Volumen 1 N° 2, septiembre 1994

“Time Series Properties of Four Latin American Equity Markets: Argentina, Brazil, Chile and Mexico”, JORGE L. URRUTIA.

“Arbitraje en futuros de IPSA”, CARLOS DÍAZ C., SALVADOR ZURITA L.

“El beneficio tributario debido al endeudamiento en empresas chilenas”, CARLOS MAQUIEIRA V., JORGE NIÑO T.

“Efectos económicos de la publicidad”, MIGUEL R. MENDOZA H., JUAN P. MUÑOZ C.

Volumen 1 N° 1, marzo 1994

“Diseño de servicios financieros vía análisis conjunto”, JUAN PABLO MUÑOZ C.

“Equilibrio del mercado financiero”, JORGE GREGOIRE C., SALVADOR ZURITA L.

“Evidencias de economías de escala en las administradoras de fondos de pensiones”, ERNESTO MIRANDA R.

“Why Do OTC Traded Companies Initiate Dividends?”, CARLOS MAQUIEIRA V.

Estudios de Administración is published twice a year by the Department of Management, University of Chile. The objective of this academic journal is to publish papers on empirical research and theoretical essays which are an original contribution in topics related, primarily, to the operation of enterprises, market structure and behavior, and regulations thereto.

All manuscripts submitted will be evaluated by the Editorial Board and two anonymous referees.

Written permission from the editor of *Estudios de Administración* should be requested for any intended reproduction of a complete article. Such requirement will not apply to partial reproductions, on condition that the source is cited.

All papers and correspondence should be sent to the editor, at the following address:

Revista *Estudios de Administración*
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile
Diagonal Paraguay 257, oficina 1101
Santiago de Chile

Correspondence may also be sent to email jcastillo@fen.uchile.cl.

STYLE INSTRUCTIONS

1. Authors are requested to submit three copies of their papers, either in English or Spanish. If approved, contributions will be published in the original language. Only under very special circumstances, and at the request of the author, an English version could be translated into Spanish.
2. All manuscripts should be typed double-spaced on one side of the paper only, allowing for wide margins (right margin with a minimum of 3 centimeters).
3. The first page should include the title of the paper, the name and membership of the author(s), and an abstract or summary, not exceeding 100 words.
4. Contributors should consider three subheading levels, at the most, differentiating them by order of subordination, using the notation 1, A, a, corresponding to the concepts of main, intermediate and secondary levels.
5. Footnotes should be restricted to a minimum and be numbered in sequential order, typed double-spaced and avoiding mathematical formulas to the extent possible.
6. Mathematical formulas should be numbered in sequential order, using Arabic numerals in parentheses, and aligned to the right margin. Should it be necessary, an annex may be submitted containing the detailed derivation of a formula.
7. Graphs and tables should be submitted on separate pages and be numbered. Sources of data and related information should not be omitted.
8. References in the text should include the surname of the author cited and the year of publication in parentheses.

The bibliography or list of references should include all materials quoted, arranged alphabetically by name of authors, without omitting any relevant bibliographic information.

In the specific case of quotations from periodical publications the following information is essential: volume, number in the volume (in parentheses), period or month of the year, whichever the case may be, and year, as well as the numbers of the starting and last page of the article cited.

Books and other publications that could be considered as such (theses, proceedings, reports) should be mentioned by additionally indicating, whenever applicable, the edition number, city of publication, agency or publishing company. Entries corresponding to papers contained in collective editions or compilations should include as well the name(s) of editor(s) or compiler(s), in addition to the title of the complete work.

INSTRUCCIONES PARA LOS AUTORES

1. Los artículos deberán ser escritos en español o inglés, en tres ejemplares. Si son seleccionados se publicarán en el idioma original; solo en casos calificados, y a petición del autor, se traducirán del inglés al español.
2. Los manuscritos han de digitarse a doble espacio, en un solo lado de la hoja y con márgenes amplios (mínimo 3 centímetros al lado derecho).
3. En la primera página irán el título del artículo, el nombre y filiación del autor (autores) y un extracto o resumen del trabajo, de no más de 100 palabras.
4. Se sugiere considerar como máximo tres niveles de subtítulos, distinguiéndolos en orden de subordinación mediante la notación 1, A, a, correspondiente a los conceptos de principal, intermedio y secundario.
5. Las notas al pie de página han de restringirse al mínimo posible y enumerarse correlativamente, escritas a doble espacio, en lo posible sin fórmulas matemáticas.
6. Las fórmulas matemáticas deberán ser numeradas en forma secuencial, con números árabes entre paréntesis y alineados con el margen derecho. Si es necesario, podrá presentarse en un anexo aparte la derivación detallada de una fórmula.
7. Los cuadros y gráficos se presentarán en hojas aparte e irán numerados, con inclusión de fuente de datos e información necesaria.
8. Las referencias bibliográficas en el texto deberán indicar el apellido del autor citado y entre paréntesis el año de publicación.

La bibliografía o lista de referencias deberá incluir todos los trabajos citados, y seguirá orden alfabético por apellido de autores y nombre completo, sin omitir ningún dato bibliográfico.

En el caso específico de las citas de trabajos aparecidos en publicaciones periódicas se encarece indicar volumen, número dentro del volumen (entre paréntesis), período o mes del año, según corresponda, y año, además de páginas inicial y de término del artículo citado.

Los libros y obras asimilables a tal condición (tesis, actas, informes) se citarán indicando, además, número de la edición, ciudad de edición, institución o casa editora. Al citar trabajos incluidos en obras colectivas o recopilaciones se deberá incluir adicionalmente nombre(s) de editor(es) o compilador(es), así como el título de la obra global.

Revista Estudios de Administración

VALORES DE SUBSCRIPCIÓN ANUAL

| <i>Chile</i> | | <i>Extranjero</i> | |
|---------------|----------|-------------------|---------|
| Instituciones | \$ 6.000 | América Latina | US\$ 35 |
| Individuos | \$ 3.500 | E.U.A. | US\$ 35 |
| Estudiantes | \$ 2.200 | Europa | US\$ 40 |

Incluye costo de franqueo.

Incluye envío aéreo.

El precio de venta de números sueltos a público en general es de \$ 3.500 por ejemplar.

Los pedidos de suscripción se recibirán entre abril y diciembre de cada año. Para estos efectos se solicita a los interesados enviar fotocopia de esta página, incluyendo los datos solicitados más abajo.

Cada pedido deberá enviarse acompañado de cheque o giro (libres de comisiones y gastos bancarios) extendido a nombre de Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Chile, a la siguiente dirección:

**DIAGONAL PARAGUAY 257
OF. 1101
SANTIAGO DE CHILE**

Nombre _____

R.U.T.* _____

Firma _____

Dirección _____

Ciudad _____ Código postal _____

Estado _____

País _____

*Sólo para despachos en Chile.

