

ILADES-UAH Working Papers Series

Nº 336/2020

El Valor de las Conexiones Políticas en los Gobiernos Corporativos

Ronald Rojas Eduardo Saavedra Francesc Trillas

Octubre 2020

El Valor de las Conexiones Políticas en los Gobiernos Corporativos *

Ronald Rojas † Eduardo Saavedra § Francesc Trillas £

octubre 2020

Resumen

Este trabajo estudia el impacto que tienen los directores con conexiones políticas sobre la rentabilidad de las Sociedades Anónimas Abiertas en Chile. Para ello se clasifican las conexiones políticas de acuerdo a dos medidas: las propias ideologías políticas de los directores y el grado en que las empresas están conectadas con el mundo de la política a través de ellos. Se cuenta con una base de datos especialmente construida para las 62 empresas chilenas con mayor presencia bursátil entre 2002 y 2017. Los resultados más importantes muestran que las conexiones políticas aumentan la rentabilidad de estas empresas, lo que en general es creciente en la medida que más fuerte sea la conexión política de sus directores. Asimismo, se encuentra que, sin importar la tendencia política del gobierno de turno, la gran mayoría de directores conectados políticamente son de derecha, aunque la mayoría de las empresas tienen además uno o más directores de tendencia de centro-izquierda. Las implicancias de estos resultados son de cuidado, pues los continuos casos de corrupción en América Latina apuntan a las actividades políticas de las grandes corporaciones; en particular, hasta dónde el activo de estar conectado políticamente es utilizado por el mundo empresarial para obtener beneficios en su favor, tal como influir en la promulgación de leyes y regulaciones más favorables, entorpecer la dictación de leyes más gravosas a sus intereses comerciales en los ámbitos laboral, ambiental e impositivo, entre muchas otras acciones posibles.

Palabras Clave: *Conexiones Políticas, Gobierno Corporativo, Sociedades Anónimas Abiertas, Rentabilidad, Chile*

Clasificación JEL: *G34, G38, M21, N26*

* Agradecemos a Francisco Valdés por su aporte en la elaboración preliminar de la base de datos utilizada en esta investigación. Los resultados y opiniones expresadas en este trabajo son de exclusiva nuestra responsabilidad

† Consultor independiente. E-mail: ron.rojas@gmail.com

§ Departamento de Economía, Universidad Alberto Hurtado. Correspondencia a este autor: Erasmo Escala 1835, Santiago, Chile. Teléfono: (562)28897356. E-mail: saavedra@uahurtado.cl

£ Departamento de Economía Aplicada, Universidad Autónoma de Barcelona. E-mail: fransesc.trillas@uab.es

1. INTRODUCCIÓN

Poco se sabe de las conexiones entre los negocios y la política, pero de lo que más se sabe es que cuándo ésta llega a casos extremos, como los numerosos casos de corrupción al más alto nivel encontrados recientemente en Latinoamérica, se pierde la confianza en las instituciones políticas y se debilita la democracia de sus países. La abierta corrupción que generan insanas conexiones entre los negocios y la política ha quedado al descubierto con la caída de la presidenta Rousseff y el encarcelamiento del expresidente Da Silva en Brasil, ambos hechos ocurridos en 2017; el juicio a la ex presidenta Fernández en Argentina, desde 2018; los juicios y algunos encarcelamientos a casi todos los últimos presidentes del Perú, incluida la caída del presidente Kuczynski en 2017.

No todas estas conexiones llegan al nivel de corrupción, pero no por ello dejan de ser oscuras. Muchas de ellas corresponden a interacciones complejas entre los sectores público y privado, cuyos beneficios para la sociedad pueden estar en duda si ellos representan actividades de cabildeo. Por ejemplo, ¿qué hace que el sector privado quiera dejar uno o más cupos en sus gobiernos corporativos para personas conectadas políticamente? En otras palabras, ¿agregan valor a las empresas que sirven estos directores? La pregunta parece obvia, pero la cuestión es si agregan valor a la propia empresa en tanto su *expertise* como directores, y no si lo hacen a la misma empresa o a su grupo económico como resultado de saltarse el proceso democrático y buscar influir en favor de quienes le han puesto en los negocios.

Este trabajo estudia las conexiones entre los negocios y política en Chile al más alto nivel de las corporaciones, esto es hasta dónde estas empresas nombran en sus directores a personas conectadas políticamente y, sobre todo, si estas conexiones generan valor o, por el contrario, son un costo para los accionistas de estas empresas. La cuestión es fundamentalmente empírica pues, como lo muestran diversos autores, incluso en el caso que estos directores reduzcan el valor de la empresa al ser menos expertos en los negocios, podrían usar sus conexiones para favorecer a las mismas en las diversas regulaciones que el Estado les impone (Shaffer, 1995).¹

Debemos distinguir entre una mera actividad política corporativa, como actividades de cabildeo que realizan las empresas para lidiar con las circunstancias políticas que le aquejan, de la conexión política corporativa. Esta última suele estar incrustada en una empresa por la vía de poseer

¹ En las actividades políticas corporativas participan empresas de todo tipo, en industrias tan variadas como la tecnología, el transporte aéreo, el petróleo, los productos farmacéuticos, el gas, la pesca; llegando a influir en los gobiernos a través de contribuciones de campaña, cabildeo directo, membresía del gobierno en juntas de compañías, acuerdos voluntarios, comités de acción política, puertas giratorias, incluso sobornos Yoffie y Bergenstein (1985), Ring et al. (1990), Spiller (1990), Austen-Smith y Wright (1996), Hansen y Mitchell (2000), Delmas y Montes-Sancho (2010) y Okhmatovskiy (2010).

accionistas controladores o miembros sus directorios conectados políticamente (Hillman et al., 2004; Nys et al., 2015). Nuestro trabajo se inserta en la literatura de conexión política corporativa. Hillman (2005) analiza el papel de los directores políticos y sus efectos en los resultados de las empresas, bajo la premisa que las empresas no son autosuficientes, sino que dependen de algunos elementos externos y esta dependencia genera riesgo e incertidumbre que afecta su desempeño. Más importante aún para el caso chileno, según Chen et al. (2011), se introduce un factor de riesgo mayor en países en vías de desarrollo, por el hecho de que los políticos y los burócratas estatales tienen un alto grado de libertad en las decisiones que afectan a las empresas. Así, empresas que crean vínculos con sus fuentes de dependencia podrían amortiguar el impacto de los cambios en su entorno logrando reducir la incertidumbre (Pfeffer, 1972), reducir los costos de transacción con que operan (Williamson, 1984), y aumentar su supervivencia (Singh et al., 1986). Es en este contexto en el que las regulaciones, las políticas gubernamentales y sus implementaciones aparecen como las principales fuerzas del entorno empresarial, lo que llevaría a éstas a crear vínculos con la política con el objetivo de reducir la incertidumbre y costos que enfrentan y así aumentar su valor y, por ende, su supervivencia.

En cuanto a la evidencia encontrada, ésta no es concluyente. Lux et al. (2011) muestran que los estudios que han examinado empíricamente el impacto de la actividad política corporativa en los resultados de las empresas muestran que éste dependerá de las características de los mercados estudiados. Baysinger (1984), Dean y Brown (1995), Keillor et al. (2005), De Figueiredo y Silverman (2006) y Baines y Viney (2010) sugieren que las empresas involucradas en actividades políticas corporativas son rentables por cuanto buscan aumentar el dominio de la empresa en sus mercados, modificar políticas públicas que pudieran estar en desacuerdo con los objetivos estratégicos de la empresa (defensa del dominio) o influir en aquellas que podría amenazar los medios por los cuales una empresa logra sus objetivos (mantenimiento del dominio). De hecho, Faccio (2006), usando una base de datos de sociedades anónimas que cotizan en mercados de 47 países, con información sobre miembros de sus directorios que tienen experiencia previa o posterior en política, encuentra un aumento significativo en el valor bursátil de las empresas con conexiones políticas, ya sea nombrando directores que han tenido pasado político, o cuando sus directores son nombrados en cargos políticos.² Otros estudios muestran también ventajas para las empresas contactadas políticamente, a pesar que ello genere costos a la sociedad en general (Choi y Thum, 2007; Chen et al., 2010; Chaney et al. 2011; Duchin y Sosyura, 2012; Bona-Sánchez et al., 2014).

² No obstante, este mismo autor encuentra en un estudio posterior que las empresas conectadas tienen un mayor nivel de apalancamiento, pagan menos impuestos y tienen más poder de mercado, pero muestran un desempeño operativo menor al de las empresas no conectadas políticamente (Faccio, 2010).

En cuanto a los efectos finalmente perversos para las propias empresas de tener directorios con conexiones políticas, Desai y Olofsgard (2011) usan datos del Banco Mundial para aproximadamente 8.000 firmas en 40 países en desarrollo y encuentran que las empresas políticamente influyentes tienen peores resultados que sus contrapartes no influyentes. Si bien algunos estudios enfatizan los problemas de la agencia (Aranson, 1990; Agrawal y Knoeber, 2001; Windsor, 2007; You y Du, 2012), el grueso de la investigación empírica está centrado en aspectos más oscuros de la relación entre los negocios y la política, ya que finalmente los políticos pueden intercambiar favores por recursos valiosos para maximizar sus perspectivas electorales (Getz, 2002; Mueller, 2003; Bonardi et al., 2006). En esta línea, Boubakri et al. (2008) y, especialmente, Bertrand et al. (2018) encuentran para Francia que los CEOs conectados políticamente crean más plazas de empleo en ubicaciones políticamente disputadas para favorecer a políticos locales en sus campañas de reelección. La evidencia muestra que los favores hechos a los políticos son devueltos a las empresas a través de acceso privilegiado a programas de subsidios.

Otros estudios son muy particulares a cada una de las economías estudiadas, por lo que sus resultados se presentan a continuación por zona geográfica. Para el caso de Asia, Fisman (2001) encuentra que las empresas indonesias vinculadas a la familia Suharto experimentaron una disminución significativa en el precio por acción cuando se conocían noticias negativas de la salud del presidente. Khwaja y Mian (2005) encuentran que aquellas empresas conectadas políticamente en Pakistán tienen un 45% más de deuda y un 50% más de morosidad en sus pagos. Li et al. (2008) encuentran que la membresía de empresarios privados al Partido Comunista Chino tiene un efecto positivo en el desempeño de sus empresas. Para este mismo país, Tang et al. (2016) encuentra que el valor de las empresas con directores conectados políticamente disminuye al prohibirse la participación de oficiales públicos en empresas privadas, lo que es más pronunciado si la empresa se encuentra en una industria regulada, lo que lleva a pensar que contratar directores conectados políticamente tiene un efecto positivo en el valor de las empresas en China. Civilize et al. (2015) identifican conexiones políticas en 654 empresas de Tailandia entre 1987 y 2008, y encuentran que su impacto sobre el retorno de las acciones no está limitado a eventos particulares o a figuras políticas claves, sino que estas empresas sistemáticamente aumentaron sus retornos por acción en un largo período de tiempo, ya sea ajustando o no por el riesgo de mercado.

La mayoría de estudios se han realizado en Estados Unidos, país que cuenta con un mayor escrutinio y control sobre las decisiones políticas. Existe evidencia no concluyente, ya que por un lado se observa un aumento de la rentabilidad de las empresas con conexiones políticas debido a la experiencia de estos directores y su conocimiento de cómo funciona la política (Agrawal y Knoeber, 2001; Cooper et al., 2010; y Goldman et al., 2009). Por otro lado, Aggarwal et al. (2012) encuentran

evidencia que las contribuciones a campañas políticas benefician a los gerentes en lugar de a los accionistas, y Kang y Zhang (2015) encuentran evidencia que los directores con conexiones políticas son de más baja calidad.

Para Latinoamérica hay poca evidencia. La Porta et al. (2003) muestran cómo los bancos mexicanos conectados políticamente se endeudaron en exceso en los años 90s, contribuyendo a la severidad de la crisis "del tequila" en 1995. Claessens et al. (2008) muestran que las empresas brasileñas que proporcionaron contribuciones a campañas de diputados federales, posteriormente electos, experimentaron rendimientos más altos en las acciones en torno a las elecciones de 1998 y 2002, además encuentran que las empresas conectadas políticamente en Brasil obtienen acceso a recursos financieros en mejores condiciones, incluso con peores proyectos de inversión.

Para África hay muy poco. Fisman y Svenson (2007) encuentran que los sobornos de las firmas ugandesas están negativamente correlacionados con el crecimiento de esas empresas.

Finalmente, Europa muestra una mayor cantidad de estudios empíricos. A nivel de todo el continente, Bona-Sánchez et al. (2014) utilizan la q de Tobin como medida de creación de valor para el período comprendido entre 2003 y 2011, concluyendo que existe una relación positiva y significativa entre la presencia de políticos en los directorios de las empresas y su valor a largo plazo. Para España, García-Cestona y Surroca (2008) encuentran que las cajas de ahorros con menor control político tienen un mejor desempeño, lo que es consistente con Cuñat y Garicano (2010), quienes encuentran un impacto negativo en el rendimiento de los préstamos de las cajas de ahorros con presidentes de sus directorios con conexiones políticas. Castells y Trillas (2011 y 2013) encuentran que la participación de antiguos políticos en las juntas directivas no induce a un mayor valor de mercado de las empresas, aunque sí generan un menor rendimiento operativo de éstas. Contrasta el resultado de Farinós et al. (2016) quienes encuentran que el mercado español valora de manera positiva y significativa los movimientos de altos ejecutivos desde el sector público al privado y viceversa, aunque únicamente durante períodos de desaceleración y crisis económica. Crespi-Caldera y Pascual-Fuster (2018) encuentran resultados menos concluyentes entre las conexiones políticas y el valor de las empresas en España.

Para otros países europeos los resultados son igualmente no concluyentes. Respecto de Alemania, Niessen y Ruenzi (2010) encuentran un mayor rendimiento bursátil de las empresas conectadas políticamente, lo que es consistente con Ferguson y Voth (2008), quienes muestran que las empresas conectadas al partido Nazi experimentaron retornos anormales positivos asociados con el ascenso del partido de Hitler al gobierno alemán. Cingano y Pinotti (2015) encuentran que las conexiones políticas de las empresas en Italia agregan una prima a los ingresos de aquellas conectadas políticamente. Titl y Geys (2019) determinan que aquellas empresas de la República Checa

que hacen contribuciones a campañas políticas del partido en el poder se ven beneficiadas al año siguiente en el valor que obtienen por contratos de adquisiciones públicas. Contrario a los resultados positivos para las empresas con conexiones políticas encontrados en Alemania, Italia y República Checa, Okhmatovskiy (2010) encuentra situaciones en las que los directores políticos obligan a empresas de Rusia a desviarse de las estrategias de creación de valor y perseguir objetivos políticos, siendo uno de los costos más relevantes de esas empresas.

Este trabajo utiliza el enfoque directo; esto es, se estima el impacto de las conexiones políticas basados en información contable y financiera de las empresas, metodología similar a casi todos los estudios mencionados previamente. Para evitar los problemas de endogeneidad que tiene este enfoque se abordan soluciones específicas. El estudio se aplica a las sociedades anónimas abiertas con mayor presencia bursátil en Chile, donde el grado de conexiones entre los políticos y el sector empresarial es relativamente estable. Se construye un panel de datos para el período 2002 – 2017 que contiene a 62 empresas y la información de vínculos políticos de 1.052 directores. El período analizado corresponde a cuatro mandatos presidenciales, uno parcial de Ricardo Lagos (2000-2006), uno completo del primer gobierno de Michelle Bachellet (2006-2010), uno completo del primer gobierno de Sebastián Piñera (2010-2014) y, finalmente, otro parcial del segundo gobierno de Michelle Bachellet (2014-2018). Este período de 15 años permite evaluar el impacto de los diferentes grados de conexiones políticas. Por tratarse de un período relativamente largo, permite no sólo conocer la evolución a la que estuvieron sujetas las empresas, la política nacional y el ciclo económico, sino que además ayuda a evaluar las posibles diferencias entre las conexiones políticas con el gobierno de turno o sus opositores.

Los resultados sugieren que las conexiones políticas en Chile pueden tener un impacto positivo en la rentabilidad de las grandes empresas de este país, independientemente de la medida particular que se use como *proxy* de la conexión política y bajo diferentes consideraciones del grado de conexiones. Los resultados también se mantienen cuando se controla el potencial problema de endogeneidad estadística, mientras que las conexiones con los políticos pueden dar como resultado un mejor rendimiento comercial, también los cambios en el desempeño del negocio pueden llevar a conexiones políticas más altas. Si se quiere comparar con otros países, teniendo en cuenta las diferencias en las definiciones y bases de datos, el grado de conexiones políticas en Chile, que se da en 59 de las 62 empresas de la muestra (95% de ellas conectadas políticamente), se podría argumentar que Chile se encuentra en el extremo superior de la presencia de agentes políticos en los directorios de las sociedades anónimas. Especialmente si lo comparamos con los trabajos de Boubakri et al. (2008), Goldman et al. (2009) y Castells y Trillas (2013), quienes tienen definiciones de conexiones políticas similares a la utilizada en este trabajo. El porcentaje de empresas conectadas

políticamente es muy superior al 72% que encuentran Castells y Trillas (2013) en España; y más aún al 31% de empresas conectadas políticamente que encuentra Goldman. et al. (2009) para Estados Unidos, y al 43% que encuentran Boubakri et al. (2008) en países desarrollados y 33% en países en desarrollo.

Este trabajo se organiza de la siguiente manera. La sección 2 explica la metodología utilizada con sus diferentes parámetros y el enfoque empírico con el cual se evalúan éstos. La sección 3 presenta la información recabada, describe su obtención y procesamiento, y entrega sus estadísticas descriptivas. La sección 4 muestra los resultados econométricos sobre el impacto de las conexiones políticas corporativas en la rentabilidad de las empresas. La sección 5 analiza y plantea soluciones a los posibles problemas que podrían presentar los resultados de la sección 4. Finalmente, la sección 6 concluye y entrega recomendaciones de política pública.

2. ASPECTOS METODOLÓGICOS

El enfoque empírico consiste en crear un panel de datos con información financiera de las empresas e información política de los miembros de sus directorios. Al investigar los nombres de los directores se obtienen sus conexiones políticas. Si la investigación revelare una conexión política anterior al nombramiento del director en determinado directorio de una sociedad anónima, se registra y se clasifica.

En cuanto a las conexiones políticas, éstas se clasifican según su fortaleza en seis categorías o grados diferentes:

- Grado 1: haber sido ex ministro o subsecretario de Estado, haber tenido una posición de alta responsabilidad en algún gobierno (a nivel nacional o regional), o haber sido un miembro de alta responsabilidad en algún partido político.
- Grado 2: Haber sido nombrado para gestionar o dirigir una empresa de propiedad del Estado, o donde el Estado participa en su propiedad, ocupar otros puestos de responsabilidad pública (como superintendentes de algún servicio regulador o director de algún servicio público), o militar en algún partido político.
- Grado 3: poseer vínculos muy claros a un partido político, como trabajar o dirigir *think tanks* ligados a estos, por ejemplo.

- Grado 4: ser simpatizante o tener una inclinación hacia alguna ideología política específica, expresada a través de alguna opinión pública (por ejemplo, en foros o columnas de opinión), o por trabajos de confianza encomendados (por ejemplo, asesores de ministros).
- Grado 5: directores nacionales sin vinculación política conocida en Chile.
- Grado 6: directores extranjeros sin vinculación política conocida en Chile.

Se debe aclarar que, de haber presencia de conexiones políticas en otras jerarquías de la empresa, pero no en su directorio, ello no se vería reflejado en nuestra base de datos. En el resto de este trabajo, algunas veces nos referiremos a las conexiones de grado 1 y 2 como directores "altamente conectados", a las conexiones de grado 3 y 4 como directores "conectados", y a las conexiones de grado 5 y 6 como directores "no conectados".

Esta clasificación de conexiones políticas permite crear distintos índices para evaluar aún más la fortaleza de éstas. Así, consideramos los siguientes índices:

- Índice 1: Conexión política promedio del directorio, por año. Para ello, previamente se les asigna un valor de 0 a los directores sin conexiones políticas (grados 5 y 6); un 1 a los directores con conexiones políticas de grado 4; un 2 a los directores con conexiones políticas de grado 3; un 3 a los directores con conexiones políticas de grado 2; y finalmente se les asigna un 4 a los directores con conexiones políticas de grado 1.
- Índice 2: Proporción de directores conectados políticamente, por año.
- Índice 3: Proporción de directores altamente conectados políticamente (conectados con grado 1), por año.
- Índice 4: Proporción de directores conectados políticamente (conectados con grados 1 y 2), por año.

En cuanto a las ideologías políticas de los directores de empresas, es simple reconocer que en Chile el clivaje político es de derechas e izquierdas, existiendo pocos ejes diferentes, como por ejemplo el de ser más o menos conservadores, o seguir los postulados de caudillos locales (como podría ser el Peronismo en Argentina o el Aprismo en Perú). Por ello, se clasifican las ideologías políticas de los directores Izquierda, Centro Izquierda, Centro Derecha y Derecha. Por el bajo número de directores de izquierda en la muestra, se agrupan las clasificaciones de Izquierda y Centro Izquierda en una sola categoría de amplio espectro la cual se denomina "Izquierda", lo mismo se hace

para los directores de Centro Derecha y Derecha, creando la categoría "Derecha". Con estas dos categorías agrupadas se trabajará en el resto de este estudio.

El análisis por ideología política permite definir a las empresas de acuerdo a cómo están ellas conectadas con una cierta ideología, o con ambas, lo que se define como estrategia política corporativa. Se define a una empresa conectada con una estrategia dominada por Derecha (Izquierda) si más del 70% de los miembros conectados de su directorio lo están a la Derecha (Izquierda). Si menos del 70% de los miembros conectados de su directorio lo están conectados a una determinada ideología, se define que la empresa está conectada con una estrategia mixta. Para identificar el grado de conexión estratégica de cada empresa, se definen tres estrategias posibles de conexión hacia la política:

- Estrategia 1: la empresa está conectada con alguna estrategia política (mixta, a la derecha o a la izquierda) considerando cualquier grado de conexión política (grados 1 a 4).
- Estrategia 2: la empresa está conectada con alguna estrategia política, siempre que al menos el 25% de sus directores tengan algún grado de conexión política (grados 1 a 4).
- Estrategia 3: la empresa está conectada con alguna estrategia política, siempre que al menos el 25% de sus directores estén altamente conectados políticamente (grados 1 y 2)

Las dos definiciones más estrictas son útiles por cuanto, considerando sólo la estrategia 1, se podría definir como conectadas a cualquiera de las empresas identificadas con al menos una conexión política de cualquier grado (del grado 1 al grado 4), por lo que con dicha definición se podría caer en el error de tratar por igual a una empresa con la mayoría de sus directores conectados con el grado 1 que a una empresa en que todos sus directores están conectados con el grado 4.

Como indicadores de retornos, se considera tanto el retorno del activo (ROA), como el retorno del patrimonio (ROE), para cada año durante el período 2002 a 2017, siguiendo a Li et al. (2008), Castells y Trillas (2013) y Bertrand et al. (2018). Como variables de control se consideran la razón de liquidez, la razón de solvencia, los activos totales y el sector industrial de cada empresa, así como el año en particular que se trate.

La ecuación que se busca estimar es, para ambas medidas de retorno para la empresa i en el año t , ROA y ROE, la siguiente:

$$(*) \quad \text{Retorno}_{it} = X\alpha + Y\beta + \varepsilon$$

donde X es una matriz de variables de control y características de la firma i en el año t ; Y es una matriz de conexiones políticas por la firma i en el año t ; y ε es un vector de términos de error.

En la sección siguiente se entrega mayor detalle del proceso de recopilación de información para la creación del panel de datos. En dicha sección se profundiza sobre los datos obtenidos y las variables creadas.

3. INFORMACIÓN UTILIZADA

Para estimar la ecuación descrita en (*) se construye un panel de datos con información de 62 empresas chilenas, este panel consiste tanto de información financiera de las empresas como de información política de los miembros de sus directorios. El período que se utiliza abarca desde el año 2002 hasta 2017, recopilando información de 1.052 directores y sus conexiones políticas.³

La información financiera de las empresas se extrae de tres fuentes principales, dependiendo del rubro de la empresa. Para las empresas financieras se utiliza la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF) como fuente de información, mientras que para las administradoras de fondos de pensiones se consulta a la Superintendencia de Pensiones (SP), finalmente para el resto de empresas se obtiene su información financiera de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). En estas mismas fuentes se encuentra el Registro Único Tributario (RUT) de cada empresa, las conformaciones de sus directorios, y fechas de entrada y salida de sus directores. Se complementa la información con las memorias anuales, los hechos esenciales, los reportes 20-F, las actas de las juntas ordinarias y extraordinarias. El clasificador por sectores de las empresas chilenas y el sector al que pertenece cada una de ellas se extrae del Servicio de Impuestos Internos (SII). Del Banco Central de Chile se obtiene el dólar observado hasta el 31 de diciembre de cada año investigado. Se obtiene la cédula nacional de identidad, a veces mal llamada RUT o antiguamente RUN, y los nombres completos de los directores en portales web como www.rutificador.cl y www.genealog.cl. Además, se complementa la información con algunos registros del Diario Oficial de la República de Chile. Del Servicio de Registro Civil e Identificación de Chile se adquieren certificados de nacimiento de directores chilenos que se utilizan para conocer sus edades, se utilizan otros portales web para conocer las edades de los directores extranjeros.

La base de datos también abarca información de los estados financieros anuales de las 62 empresas analizadas. De los estados financieros se obtienen los activos corrientes, activos totales, pasivos corrientes, pasivos totales y patrimonio total; del estado de resultados de cada empresa se

³ Las Tablas A1 y A2 del Anexo entregan información agregada del grado de conexión política de cada empresa considerada en este trabajo y de los rubros económicos a los que ellas se clasifican. La Tabla A3 del Anexo entrega las razones por las que no se pudo obtener información de directores para ciertas empresas en algunos años.

obtienen sus ingresos y egresos. Con esta información se calculan el margen neto y la rotación de activos para calcular el ROA. Además, se calcula el múltiplo de endeudamiento que, junto con el ROA, permiten calcular el ROE. Adicionalmente, de los estados financieros de cada empresa se calculan sus razones de liquidez y solvencia. La información de los estados financieros se encuentra tanto en miles de pesos como en miles de dólares (millones de pesos y millones de dólares para el caso de los bancos), por lo que estandarizamos toda la muestra a miles de dólares. Para esta conversión se utiliza el dólar observado del último día hábil del respectivo año, según lo informado por el Banco Central de Chile.

Las noticias y entrevistas que permiten conocer las ideologías políticas de los directores se obtienen de portales web de periódicos y revistas de negocios. De la Biblioteca del Congreso Nacional de Chile (BCN) se obtuvo el listado de los presidentes chilenos, los partidos políticos a los que pertenecieron durante sus mandatos, los nombramientos de algunos de los directores por dichos presidentes para dirigir empresas nacionales o que el Estado tenga participación en ellas. Del mismo portal se obtiene además el informe de la Cámara de Diputados del año 2004, así como de las privatizaciones realizadas previo al retorno de la Democracia (11 de marzo de 1990). Se extraen las hojas de vida de los directores en portales web como www.bloomberg.com, www.4-traders.com, www.poderopedia.org, www.linkedin.com, entre otros. Algunas hojas de vida se encuentran en las páginas web de las propias empresas o de los propios directores. Del Servicio Electoral de Chile (SERVEL) se adquiere la base de los aportes monetarios en las últimas campañas políticas (diciembre de 2017).

Una vez obtenidos los nombres de los directores de las fuentes principales se empieza a comprobar que efectivamente sean quienes se van a investigar, se hace esto porque podrían aparecer con su primer nombre en una empresa, su segundo nombre en otra, su primer apellido en una y sus dos apellidos en otra, también podrían confundirse con familiares o personas con los mismos apellidos. Dado que la cédula nacional de identidad de las personas no cambia, se comprueba así a quien se investiga. Cuando esta cédula comienza con 14 o 48 millones, se infiere que se trata de extranjeros. Se utiliza como criterio aún más estricto que cualquier persona con cédula de identidad sobre los 20 millones se considera extranjero, ya que los chilenos con cédulas en torno a 20 millones tienen 18 años, lo que es considerado muy joven para ser director de una sociedad anónima abierta. Asimismo, se recurre a las hojas de vida de las personas encontradas durante la recolección de información. Si la persona tiene el nombre parecido, pero al momento de analizar la hoja de vida no concuerda con la información obtenida hasta el momento, entonces se descarta que se trate de la persona buscada. Esta comprobación por doble vía ayuda a tener certeza y a descartar noticias de personas con nombres parecidos.

A medida que se investigaba a los directores se encontraban sus ideologías políticas y los distintos grados de ellas. Se realiza el supuesto que la ideología política no ha cambiado desde 2002 a 2017. Debido a esto se realizan más supuestos al momento de investigar y clasificar en los distintos grados. En las elecciones presidenciales chilenas de 2017, SERVEL publicó su base de datos de aportaciones a campañas políticas. Se utiliza dicha información para suponer que, si un director de empresas aportó económicamente a un partido o a una persona en particular ese año, es porque comparten la misma ideología política, y al haber supuesto antes que la ideología política no cambia con el tiempo, entonces se supone que no existe problema de tener una fuente reciente, aunque el cargo en el que se le investiga sea anterior. De los directores de empresas encontrados en estas bases de datos se encuentra que todos comparten la ideología de derecha.

Las entrevistas que los medios de comunicación han hecho a los distintos directores ayudan a encontrar su grado e ideología política. A su vez, en la BCN se encuentran los registros de nombramientos presidenciales para administrar empresas y junto con las ideologías políticas de aquellos presidentes, sirven también para clasificar en grados e ideologías políticas de los directores investigados.

Finalmente, una buena fuente de información para categorizar a los directores de empresas de acuerdo a su ideología política fueron las diversas entrevistas que se sostuvieron con políticos de diversas tendencias, todos de confianza de uno de los autores del trabajo. A todos ellos se les aseguró el anonimato para que así libremente entregaran su información. Jamás se encontró contradicciones en sus declaraciones respecto de las tendencias políticas de los directores que conocían.

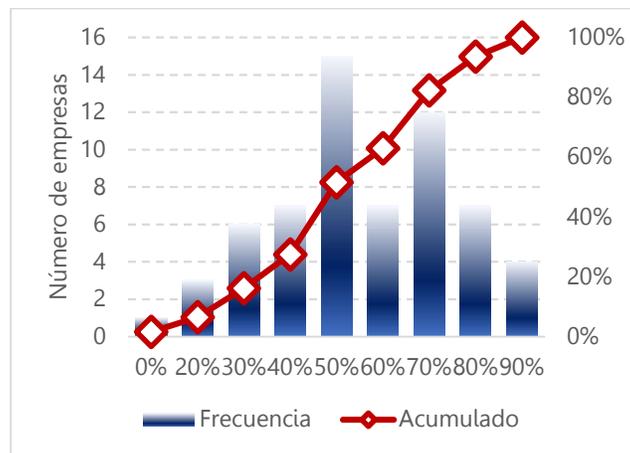
Por último, la base de datos contiene además información de la composición de las juntas directivas de las 62 empresas bajo análisis, los nombramientos y renuncias de sus directores. La investigación se realizó entre septiembre 2017 y junio 2018.

4. ANÁLISIS DE LA BASE DE DATOS

Sólo una de las 62 empresas consideradas en el análisis permaneció sin conexiones a cualquier ideología política durante el período 2002 a 2017. Si se concentra sólo en los directores con altas conexiones políticas (conexiones de grado 1 o grado 2) entonces sólo tres de las 62 empresas parecen no tener algún director conectado durante el período. Entre el 2002 y 2017 la intensidad de las conexiones políticas permanece relativamente estable, con algún director conectado en algún momento del período. Sin embargo, el grado de conexión política varía sustancialmente de una empresa a otra durante el mismo período, aunque no hay cambios drásticos en los niveles de conexión. Esto sugiere que podrían existir razones en el corto plazo para tener ciertas

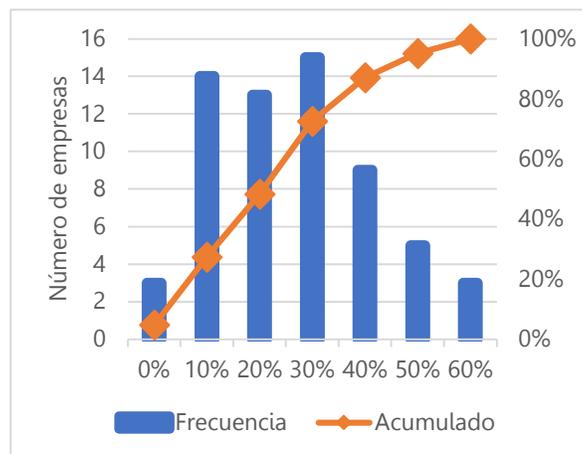
conexiones a ciertas ideologías políticas, pero para una empresa en particular la decisión de tener conexiones políticas parece estar motivada por factores del largo plazo. En las empresas con conexiones políticas, lo más frecuente es tener en torno a un 40% de sus directores conectados políticamente, siendo pocas las que tienen un bajo y un alto porcentaje de directores con conexiones políticas (Gráfico 1). Esta situación se cambia si se trata de altas conexiones políticas, ya que en este caso lo más frecuente es tener aproximadamente 10% de los directores altamente conectados (Gráfico 2).

Gráfico 1. Tipologías de Directorios Conectados Políticamente



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 2. Tipologías de Directorios Altamente Conectados Políticamente



Fuente: Elaboración propia.

Considerando el porcentaje de directores conectados políticamente, las sociedades anónimas que tienen más conectadas son Quiñenco S.A. (grupo Luksic), Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL), Empresas Copec S.A. (grupo Angelini), y Colbún S.A. (grupo Matte). Todas ellas, de acuerdo a lo indicado en la Tabla A1 del Anexo, aparecen liderando el ranking con un promedio aproximado de cuatro de cinco de sus directores estando conectados durante el período 2002 a 2017, en promedio. Mientras que, considerando el porcentaje de directores altamente conectados políticamente, son British American Tobacco Chile Operaciones S.A., Invercap S.A. y Empresas Copec S.A. las que aparecen liderando el ranking con un promedio aproximado de uno de cada dos de sus directores estando altamente conectados durante el mismo período.

Compañía Sud Americana de Vapores S.A., Aguas Andinas S.A. y ENTEL son las tres sociedades anónimas que más incrementaron su grado de conexión política entre 2002 y 2017, en más de un 25%. Mientras que, por otro lado, la Sociedad Matriz del Banco de Chile S.A., Enel Generación Chile S.A., Banco de Chile, AES Gener S.A., Telefónica Chile S.A. y Latam Airlines Group S.A. redujeron sus conexiones políticas por magnitudes similares durante el mismo período.

Al agrupar empresas por sector económico no se aprecia una correlación entre aquellos sectores que históricamente han estado sujetos a regulaciones más estrictas y claramente normadas, como son los suministros de servicios básicos, y la conexión política de sus directores. Más bien, se observa en la Tabla 1 una mayor conexión política en sectores con regulaciones más esporádicas o discrecionales, como son los sectores de construcción, pesca y transporte.

Tabla 1. Conexiones Políticas por Sector

Sector	Conectados	Altamente Conectados	Número de Empresas
C - Explotación de Minas y Canteras	51%	32%	2
G - Construcción	71%	27%	1
J - Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	65%	27%	4
H - Comercio (por Mayor y Menor)	57%	25%	3
K - Intermediación Financiera	53%	24%	24
D - Industrias Manufactureras No Metálicas	53%	23%	10
E - Industrias Manufactureras Metálicas	38%	19%	3
F - Suministro de Electricidad, Gas y Agua	34%	16%	8
L - Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	58%	13%	4
B - Pesca	61%	12%	1
O - Servicios Sociales y de Salud	30%	9%	1
A - Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	32%	3%	1

Fuente: Elaboración propia.

En cuanto a las estrategias de conexiones políticas de las empresas, se puede notar en la Tabla 2 que la gran mayoría de las empresas están conectadas si se utilizan las definiciones menos estrictas. Sólo en caso que se entienda que una empresa sigue una estrategia de conexión política cuando al menos el 25% de sus directores está altamente conectado (definición 3), se tiene que la mayoría de sociedades anónimas no siguen una estrategia de conexión. Para las dos primeras definiciones, se observa que las empresas que no siguen estrategias de conexión política están bajo el 6% (definición 1) y el 20% (definición 2). En ambos casos se observa un aumento de las empresas que no siguen la estrategia de conexión política, en particular hacia 2017. Con todo, las empresas que siguen una estrategia mixta de conexión política, de acuerdo a las definiciones 1 y 2, son la gran mayoría y ellas se mantienen en número en todos los años mostrados en esta tabla.

Tabla 2. Estrategias de Conexiones Políticas [número de empresas (% de las conectadas)]

		2002	2006	2010	2014	2017
DEF. 1: Algún Director Conectado Políticamente	Mixta	51 (89%)	49 (84%)	52 (85%)	52 (87%)	53 (96%)
	Derecha	5 (9%)	8 (14%)	9 (15%)	8 (13%)	2 (4%)
	Izquierda	1 (2%)	1 (2%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
	Ninguna	2 (--)	2 (--)	1 (--)	2 (--)	4 (--)
DEF. 2: Más del 25% de Directores Conectados	Mixta	46 (88%)	46 (84%)	46 (84%)	45 (19%)	45 (96%)
	Derecha	5 (10%)	8 (15%)	9 (16%)	8 (15%)	2 (4%)
	Izquierda	1 (2%)	1 (2%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)
	Ninguna	7 (--)	5 (--)	7 (--)	9 (--)	12 (--)
DEF. 3: Más del 25% de Directores Altamente Conectados	Mixta	26 (87%)	21 (88%)	19 (70%)	19 (70%)	16 (94%)
	Derecha	3 (10%)	2 (8%)	8 (30%)	8 (30%)	1 (6%)
	Izquierda	1 (3%)	1 (3%)	0 (3%)	0 (0%)	0 (0%)
	Ninguna	29 (--)	36 (--)	35 (--)	35 (--)	42 (--)

Fuente: Elaboración propia.

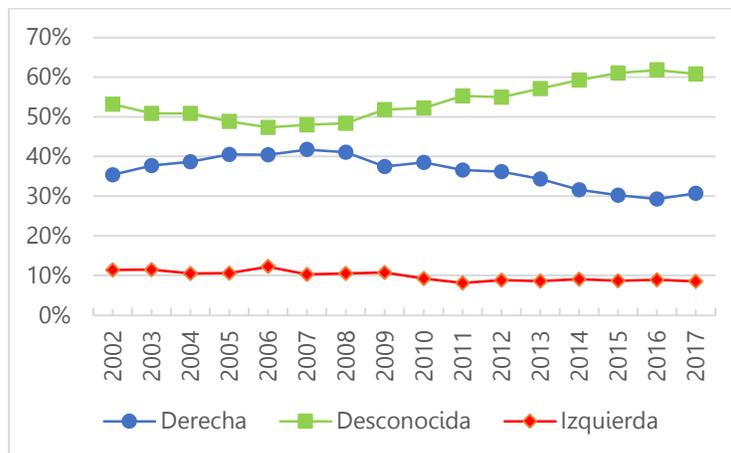
La definición 3 de estrategia de conexión política es muy estricta, y por ello se observa que las empresas conectadas son en general menos del 50%, siendo su mayor participación en 2002 con casi dicho porcentaje, cayendo entre 40% a 42% en 2006, 2010 y 2014, y desplomándose a un 29% en 2017. Esto último puede explicarse por múltiples razones, siendo lo más razonable los múltiples juicios por corrupción política que se iniciaron con el estallido del caso Penta en 2014.⁴ Se observa

⁴ Se trata del juicio iniciado en 2014 y posterior condena a dos empresarios por fraude al fisco al entregar irregularmente dinero a campañas políticas, defraudando al fisco con la reducción de impuestos. Le siguieron a este juicio el procesamiento de al menos tres candidatos presidenciales de 2014 (Golborne, Longueira y Velasco), así como de muchos diputados, senadores, e incluso un subsecretario del primer gobierno de Piñera. En varios de estos juicios los acusados fueron sobreeséidos, mientras que en otros casos los acusados llegaron a acuerdos de reconocimiento de los hechos y el respectivo pago de multa. Otros juicios están aún pendientes.

en dicha tabla además que, cualquiera sea la definición utilizada, cuando hay alguna estrategia de conexión política, ésta es mayoritariamente mixta y luego de derecha, siendo las conexiones de izquierda más bien escasas, una en 2002 y 2006, y cero desde allí en adelante. Esto es, a partir de 2010, cuando empieza el gobierno de derecha de Sebastián Piñera, la dominancia por izquierda desaparece completamente. La gran cantidad de empresas con estrategias mixtas tal vez se deba a lo estrictas que han sido las definiciones. Sin embargo, más adelante, al analizar a los directores, se comprobará que la gran mayoría tiene una afinidad hacia la ideología de derecha.

Para reflejar precisamente el último resultado mencionado, se muestra a continuación que las conexiones en los directorios de las empresas chilenas están fuertemente sesgadas hacia la ideología de derecha (Gráfico 3). Las conexiones de derecha varían entre 29-42%, las de izquierda varían de 8-12%, y la desconocida 47-62%. En 2002, siendo un gobierno de izquierda, los directores de derecha abarcan el 35% y los de izquierda el 11%. En 2006, cuando comenzó el primer gobierno de izquierda de Bachelet, no se aprecia una gran variación, siendo la derecha todavía mayoría con 40% en comparación a la izquierda con 12%. En 2010 comenzó el primer gobierno de derecha de Piñera y se mantuvieron relativamente estables las conexiones de derecha con 39%, mientras que la de izquierda disminuyó a 9%. La participación de derecha disminuyó a 32% en 2014, año de inicio del segundo mandato de izquierda de Bachelet, pero la de la izquierda se mantuvo en 9%. Hacia fines de dicho gobierno, en 2017, se redujeron levemente las participaciones de directores de derecho e izquierda, a un 31% y 8% respectivamente.

Gráfico 3. Clasificación de Todos los Directores por Ideología Política

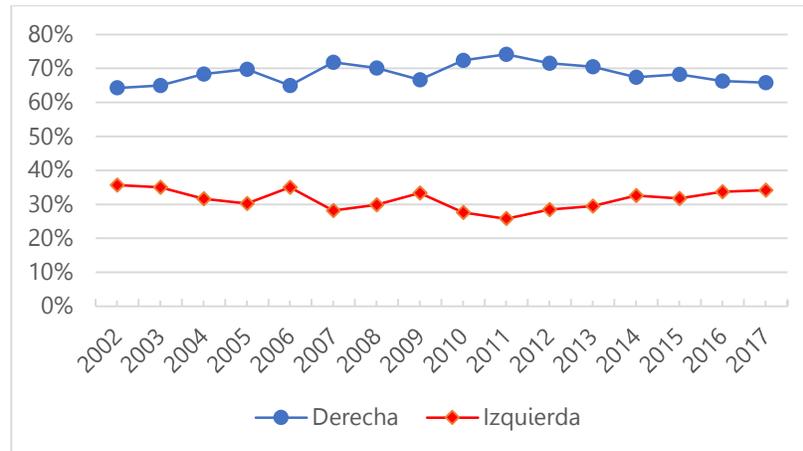


Fuente: Elaboración propia.

La información entregada sugiere que estar conectadas con la ideología política en el poder no es importante para las empresas chilenas, éstas mantuvieron su inclinación hacia la derecha todo

el período sin variar mayormente. Esto tal vez se deba a que el sector corporativo comparte las políticas e ideologías con la derecha en mayor medida que con la izquierda, como lo evidencia también el Gráfico 4.

Gráfico 4. Clasificación de Directores Comprometidos Políticamente, Grados 1 y 2

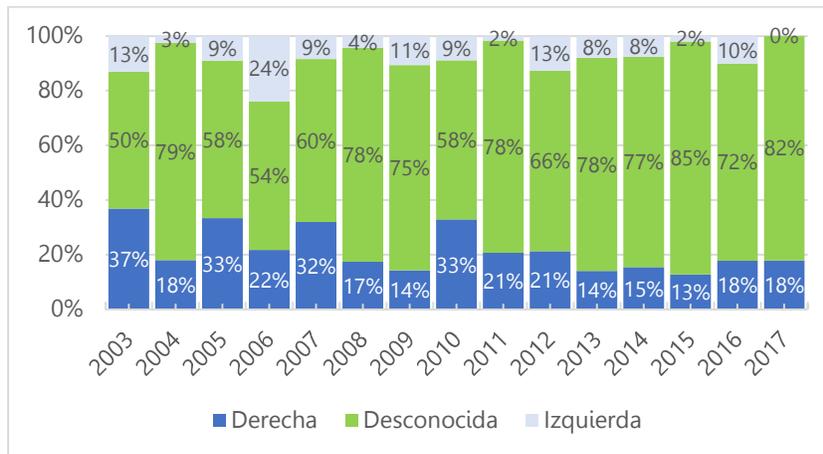


Fuente: Elaboración propia.

En tal sentido, la élite en Chile es tanto política como económica, en el sentido de una unión de intereses muy fuerte entre la derecha política y los directorios de las grandes empresas. La más probable explicación para esta fuerte relación de intereses es que los dueños de las grandes empresas y los políticos de derecha tienen redes tejidas desde la infancia, al asistir a las mismas escuelas y universidades, o incluso pertenezcan a las mismas élites religiosas. Esto último es también destacado por Castells y Trillas (2013) para España.

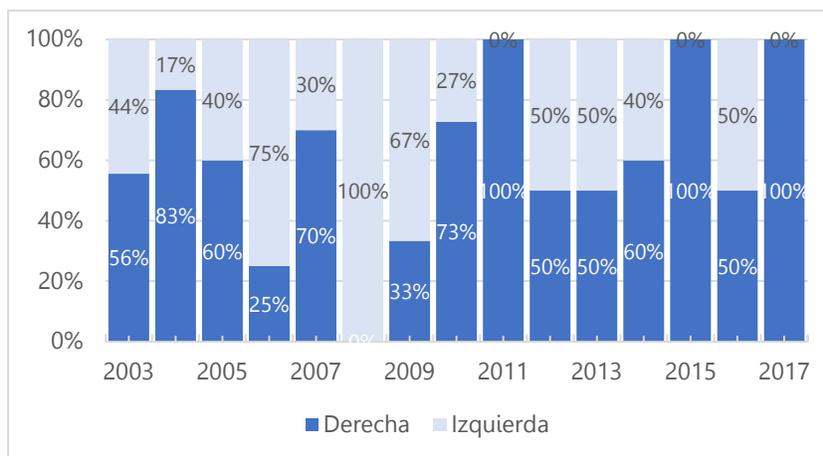
Al analizar los nombramientos de los directores de las sociedades anónimas, se tiene que entre 2003 y 2017 se nombraron 710 nuevos directores. De éstos, aproximadamente un 33% se identificaron como conectados políticamente a una ideología. El Gráfico 5 muestra la distribución de los nombramientos de directores con conexiones políticas, por ideología. La distribución es claramente diferente antes y después de los años en que comenzaba un nuevo gobierno. En 2006, al asumir Bachelet (izquierda), se nombraron un 22% de directores de derecha y un 24% de izquierda; en 2010, al asumir Piñera (derecha), se nombraron un 33% de nuevos directores conectado a la derecha y sólo 9% de izquierda; finalmente, en 2014 asume nuevamente Bachelet y se nombraron un 15% de directores conectados con la derecha y un 8% a la izquierda. Este análisis pareciera indicar que las empresas buscarían estar más alineadas con la ideología del gobierno de turno, pero ello es sólo para cuando asumió Bachelet en su primer mandato. Este mismo hecho se mantiene para conexiones políticas altas, según muestra el Gráfico 6.

Gráfico 5. Nombramientos de Directores Conectados Políticamente, por ideología



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 6. Nombramientos de Directores con Conexión Política Alta, por ideología



Fuente: Elaboración propia.

El gráfico anterior muestra que durante todo el primer gobierno de Bachelet (marzo de 2006 a marzo de 2010) se nombraron principalmente directores más afines a su ideología, lo que se revirtió durante los primeros años del primer gobierno de Piñera (marzo de 2010 a marzo de 2014). Al asumir nuevamente Bachelet en marzo de 2014 se aprecia un fuerte nombramiento de directores altamente conectados con la derecha, es decir contrarios a la ideología del nuevo gobierno.

En cuanto a las renunciaciones de directores de sociedades anónimas abiertas, se tiene que durante 2003 a 2017 se realizaron 616 renunciaciones. No se aprecia en ningún caso alguna relación entre quienes renunciaban y los nuevos gobiernos en el poder.

Finalmente, la Tabla 3 describe y resume las estadísticas descriptivas de las variables utilizadas en las regresiones econométricas.

Tabla 3. Estadísticas Descriptivas de las Variables Utilizadas

	Variables	Descripción	Mean	Min	Max	Desv. Estándar
Conexiones Políticas	Conexiones Políticas	Variable dicotómica = 1 si hay al menos una conexión política, 0 en otro caso.	0,97	0	1	0,18
	Conex. Polít. Índice 1	Conexión promedio del directorio	1,25	0	2,78	0,58
	Conex. Polít. Índice 2	% directores conectados	0,51	0	1	0,24
	Conex. Polít. Índice 3	% directores conectados grado 1	0,09	0	0,57	0,10
	Conex. Polít. Índice 4	% directores conectados grados 1 y 2	0,22	0	0,86	0,17
	Conex. Polít. Estrategia 1	variables dicotómicas para estrategias mixtas, o dominadas por izquierda o derecha.	0,12	0	1	0,32
	Conex. Polít. Estrategia 2	Como arriba, pero sólo contando como conectadas a estrategias mixtas, dominadas por izquierda o derecha, si al menos 25% de los directores están conectados.	0,01	0	1	0,07
	Conex. Polít. Estrategia 3	idem, pero sólo contando como conectadas a estrategias mixtas, dominadas por izquierda o derecha, si al menos 25% de los directores están conectados con grado 1 y 2	0,84	0	1	0,36
	Dependie	ROE	Retorno sobre el Patrimonio	0,12	0	1
ROA		Retorno sobre los Activos	0,01	0	1	0,07
De Control	Ratio Liquidez	Ratio que mide capacidad de la firma para pagar sus deudas a corto plazo con sus activos a corto plazo	0,76	0	1	0,43
	Ratio Solvencia	Ratio utilizado para medir la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones a largo plazo	0,07	0	1	0,26
	Total de Activos	Se usa como proxy para el tamaño de la empresa (en logaritmos)	6.048.287	851,59	61.737.947	10.908.282
	Otras dummies	Sector económico y Año	N/A	N/A	N/A	N/A

Fuente: Elaboración propia.

5. RESULTADOS

Lo primero que se reporta es el impacto sobre ROA y ROE de las variables exógenas fijas: sector económico y año. Ningún sector económico resulta significativo, lo que nos lleva a excluir de las regresiones con variables de política las diferencias sectoriales en los retornos de cada sociedad anónima. Como tenemos dos métodos para aproximarnos a la relación entre las conexiones políticas y los resultados de las sociedades anónimas abiertas, se presentan primero los resultados de las estimaciones econométricas tomando en cuenta los índices de conexiones políticas y, en segundo lugar, las estrategias políticas que cada empresa sigue.

A. Regresiones en ROA y ROE sólo con Variables de Control

Es posible utilizar métodos econométricos de efectos fijos y aleatorios bajo ciertas condiciones generales, incluida la exogeneidad de las variables dependientes, tema que se trata más adelante. Decidir si los efectos fijos o los aleatorios son los más apropiados es una cuestión empírica. Por ello, se utiliza el test de especificación de Hausman.

En el resto de esta sección se realizan métodos de regresión de efectos fijos (fe) y aleatorios (re). La Tabla 5 entrega los resultados de las estimaciones sobre ROA y ROE para ambos efectos.⁵

Tabla 5. Resultados para Variables de Control, Efectos Fijos (fe) y Aleatorios (re)

VARIABLES	(1) ROE re	(2) ROA re	(3) ROE fe	(4) ROA fe
Constante	32.44 (0.327)	51.66*** (0.000)	63.21** (0.016)	66.30*** (0.000)
Total de Activos	-1.97 (0.204)	-3.56*** (0.000)	-2.21 (0.254)	-3.97*** (0.000)
Ratio Liquidez	-0.30 (0.285)	-0.04 (0.688)	-0.22 (0.419)	-0.03 (0.759)
Ratio Solvencia	-0.01 (0.660)	-0.01 (0.114)	-0.01 (0.637)	-0.01 (0.107)
2003	0.21 (0.965)	1.16 (0.447)	0.25 (0.957)	1.24 (0.414)
2004	10.15** (0.031)	3.64** (0.017)	10.25** (0.025)	3.78** (0.013)
2005	12.55*** (0.008)	4.90*** (0.002)	12.59*** (0.007)	5.11*** (0.001)

⁵ Se debe notar que, de aquí en adelante, en cada tabla que presente alguna regresión, el primer valor corresponde al parámetro estimado y el segundo al valor-p, donde * representa un nivel de significancia estadística del 10%, ** del 5%, y *** del 1%.

2006	14.75*** (0.002)	7.31*** (0.000)	14.91*** (0.002)	7.58*** (0.000)
2007	11.26** (0.020)	7.75*** (0.000)	11.48** (0.017)	8.10*** (0.000)
2008	9.13* (0.058)	7.09*** (0.000)	9.38** (0.050)	7.44*** (0.000)
2009	3.32 (0.503)	6.91*** (0.000)	3.68 (0.463)	7.39*** (0.000)
2010	7.83 (0.120)	8.47*** (0.000)	8.23 (0.109)	9.01*** (0.000)
2011	5.15 (0.310)	6.61*** (0.000)	5.55 (0.283)	7.16*** (0.000)
2012	6.85 (0.184)	6.68*** (0.000)	7.30 (0.171)	7.30*** (0.000)
2013	3.65 (0.479)	5.70*** (0.001)	4.07 (0.445)	6.32*** (0.000)
2014	0.21 (0.967)	4.71*** (0.006)	0.84 (0.875)	5.33*** (0.003)
2015	-2.19 (0.670)	3.52** (0.040)	-1.57 (0.767)	4.13** (0.019)
2016	-1.35 (0.797)	4.17** (0.017)	-0.67 (0.902)	4.79*** (0.008)
2017	-0.72 (0.892)	4.81*** (0.007)	0.02 (0.997)	5.46*** (0.003)
Pesca	4.95 (0.890)	0.14 (0.993)		
Explotación de Minas y Canteras	8.54 (0.786)	-18.60 (0.198)		
Industrias Manufactureras No Metálicas	51.13* (0.053)	18.75 (0.126)		
Industrias Manufactureras Metálicas	30.38 (0.297)	11.69 (0.386)		
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	22.38 (0.403)	10.42 (0.400)		
Construcción	10.80 (0.762)	-2.09 (0.899)		
Comercio por Mayor y Menor	36.86 (0.205)	16.90 (0.210)		
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	39.64 (0.159)	10.66 (0.414)		
Intermediación Financiera	24.42 (0.343)	7.16 (0.548)		

Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	19.29 (0.493)	7.78 (0.551)		
Servicios Sociales y de Salud	10.06 (0.778)	1.92 (0.908)		
Nº empresas	62	62	62	62
Nº observaciones	966	966	966	966
R-sq between	0.16	0.26	0.02	0,03
R-sq within	0.05	0.10	0.05	0.10
R-sq overall	0.11	0.20	0.03	0.04

Fuente: Elaboración propia.

Esta tabla muestra que las variables de sector no son significativas bajo ninguna regresión, por lo que deben eliminarse en las regresiones que incorporan el componente político. Esto salvo que en la regresión (1) aparece el sector metalúrgico no metálico significativo sólo al 10%, pero como ello no se repite en la regresión (2), se descarta como variable explicativa al igual que todos los demás sectores. Las variables de control anuales son en general significativamente mayores que el valor base (año 2002) y controlan, además, por factores de entorno macroeconómico propios de cada año.

Se usan el ROE y el ROA como variables dependientes y se presentan los resultados para las regresiones de efectos fijos y aleatorios. La tabla anterior proporciona una idea de los factores que impulsan la rentabilidad en las empresas chilenas durante este período. El tamaño de la compañía (representado por el valor de los activos de la compañía) no muestra un impacto estadísticamente significativo en la rentabilidad, aunque en (2) y (4) un impacto negativo en la rentabilidad, lo que es significativo al 1%. Las variables de control por año también tienen cierto poder explicativo. Se puede apreciar como a partir del año 2004 la rentabilidad fue significativamente más alta, con un ROE 10% más alto en promedio, sin importar si la estimación es por efectos fijos o aleatorios, a partir del 2009 el ROE deja de ser significativo conservando el signo, pero a partir del 2015 el ROE cambia de signo y se mantiene sin ser significativo. Mientras que el ROA permanece significativo desde el 2004 hasta el 2017, sin importar si la estimación es por efectos fijos o aleatorios, conserva su signo positivo, de 3% a 8% y de 3% a 9% más alto en promedio dependiendo de las estimaciones de efectos fijos o aleatorios, e intercala su significancia entre el intervalo de confianza del 1% y 5%.

B. Regresiones de Efectos Fijos en ROE con índices de Conexión Política

La Tabla 5 muestra los resultados de las regresiones que miden el impacto de las conexiones políticas en la rentabilidad de las empresas (ROE), usando como variable explicativa de conexión política el

índice que mide el grado de esta conexión, según lo explicado en la sección 2. Se entregan abajo sólo los resultados de las estimaciones con datos de panel con efectos fijos.⁶

Tabla 5. Resultados para el Impacto de las Conexiones Políticas sobre el ROE, efectos fijos

VARIABLES	(5) ROE	(6) ROE	(7) ROE	(8) ROE	(9) ROE
Constante	55.97**	61.60**	53.50**	62.02**	76.81***
Conexiones Políticas	14.65* (0.086)				
Conexiones Políticas Índice 1		11.61*** (0.000)			
Conexiones Políticas Índice 2			28.75*** (0.000)		
Conexiones Políticas Índice 3				31.71** (0.020)	
Conexiones Políticas Índice 4					39.29*** (0.000)
Nº empresas	62	62	62	62	62
Nº observaciones	966	966	966	966	966
R-sq between	0.00	0.03	0.02	0.11	0.00
R-sq within	0.06	0.08	0.07	0.06	0.07
R-sq overall	0.02	0.03	0.03	0.06	0.01

Fuente: Elaboración propia.

Se aprecia que el impacto de las conexiones políticas en el desempeño de la empresa es positivo y altamente significativo estadísticamente al 1% en las regresiones (6), (7) y (9), y es estadísticamente significativo al 10% y 5% en las regresiones (5) y (8), respectivamente. Tener al menos un miembro del directorio conectado políticamente (5) da como resultado niveles de beneficios más altos que los que de otro modo habrían ocurrido sin dicho director con conexión política. Cuanto más conectado políticamente estén los directores de una sociedad anónima (6) a (9), más rentable se convierte. Las regresiones (7), (8) y (9) muestran que estos resultados también se mantienen bajo los diferentes índices considerados sobre el grado de conexiones, además de crecer en magnitud con cada índice. En cuanto a esto último, por lo bajo del valor-p reportado, lo que indica una desviación estándar muy baja para cada coeficiente estimado, se puede concluir que las

⁶ Se han excluido de la tabla los coeficientes estimados para las demás variables de control (financieras y *dummies* por año), las que pueden entregarse de ser requeridas. Igualmente, por no haber diferencias importantes en los resultados, las regresiones utilizando el ROA como variable dependiente, así como las regresiones con efectos aleatorios para ROA y ROE pueden ser entregadas a quién lo solicite.

diferencia de cada estimador con el que le antecede es significativamente diferente de cero. En palabras simples, el coeficiente de 39.29 para el Índice 4 de conexiones políticas es significativamente mayor que el coeficiente de 31.71 para el Índice 3 de conexiones políticas; éste es a su vez significativamente mayor que el coeficiente de 28.75 para el Índice 2 de conexiones políticas; y éste es también significativamente mayor al coeficiente de 11.61 para el Índice 1 de conexiones políticas.

C. Regresiones de Efectos Fijos en ROE con Estrategias de las Empresas

En cuanto a las estrategias que siguen las empresas para conectarse con el sector político a través de sus directores, se aprecian en la Tabla 6 los resultados de las regresiones que miden el impacto de estas estrategias sobre el ROE. Como antes, se estima con datos de panel con efectos fijos.⁷

Tabla 6. Resultados para el Impacto de las Conexiones Políticas sobre el ROE, efectos fijos

VARIABLES	(10) ROE	(11) ROE	(12) ROE
Constante	50.37* (0.067)	56.48** (0.037)	64.69** (0.018)
Conexiones Políticas Estrategia – Mixta	15.70* (0.070)		
Conexiones Políticas Estrategia – Derecha	13.13 (0.170)		
Conexiones Políticas Estrategia – Izquierda	4.43 (0.783)		
Conexiones Políticas Estrategia – No Conectada	1.01 (0.767)		
Conexiones Políticas Estrategia 2 – Mixta		4.57 (0.204)	
Conexiones Políticas Estrategia 2 – Derecha		1.91 (0.722)	
Conexiones Políticas Estrategia 2 – Izquierda		-4.98 (0.734)	
Conexiones Políticas Estrategia 3 – Mixta			7.12** (0.016)
Conexiones Políticas Estrategia 3 – Derecha			3.04 (0.493)
Conexiones Políticas Estrategia 3 – Izquierda			-1.83 (0.900)
Nº empresas	62	62	62
Nº observaciones	966	966	966

⁷ Ver nota al pie 6, supra.

R-sq between	0.00	0.03	0.02
R-sq within	0.06	0.08	0.07
R-sq overall	0.02	0.03	0.03

Fuente: Elaboración propia.

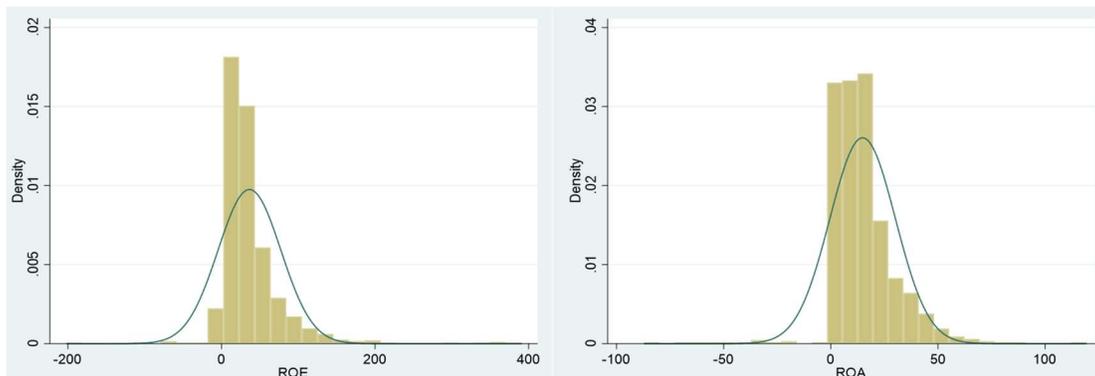
Las regresiones (10) y (12) indican que la relación positiva entre la conexión política y la rentabilidad se siente con mayor fuerza para las empresas con una estrategia mixta a un intervalo de significancia del 10% y 5%, respectivamente. Ninguna otra estrategia resulta ser significativa para estas dos regresiones, así como ninguna lo es para la regresión (11). Nótese que los coeficientes asociados a las estrategias mixtas y de derecha, cualquiera sea la definición de estrategia de conexión de la empresa que se emplee, son mayores que los coeficientes de la respectiva estrategia de izquierda. Lamentablemente, no se pueden extraer conclusiones adicionales por no se coeficientes estadísticamente significativos. Respecto de por qué ello es así, dado el valor-p muy alto se puede inferir que la baja variabilidad en las estrategias políticas que eligen las empresas afecta finalmente en la mayor desviación estándar de los coeficientes estimados.

6. ROBUSTEZ DE LOS RESULTADOS

Los resultados encontrados hasta el momento apoyan la hipótesis que las conexiones políticas de los directores de sociedades anónimas chilenas producen mejores desempeños financieros durante el período estudiando. En esta sección se estudian dos estimaciones alternativas a las ya realizadas que se hacen cargo de posibles problemas con las regresiones mostradas. El primer problema es la posible no normalidad de la variable endógena, y el segundo problema es la posible endogeneidad de las variables de conexión política utilizadas.

A. El Problema de la No Normalidad

De los resultados encontrados en la sección previa, se debe tener cuidado debido a que las variables dependientes poseen curtosis alta y skewness (falta de simetría) positivo, según se observa en el Gráfico 7. Esto no sucede con las variables independientes, ya que todas se encuentran en el rango de una distribución normal. En efecto, los índices de conexiones políticas se agrupan en torno a uno, sus datos son un ajuste relativamente bueno a la distribución normal, el signo y la significancia estadística obtenida en los coeficientes para estos índices es muy similar a los obtenidos con la variable dicotómica conexiones políticas.

Gráfico 7. Histogramas de ROE y ROA

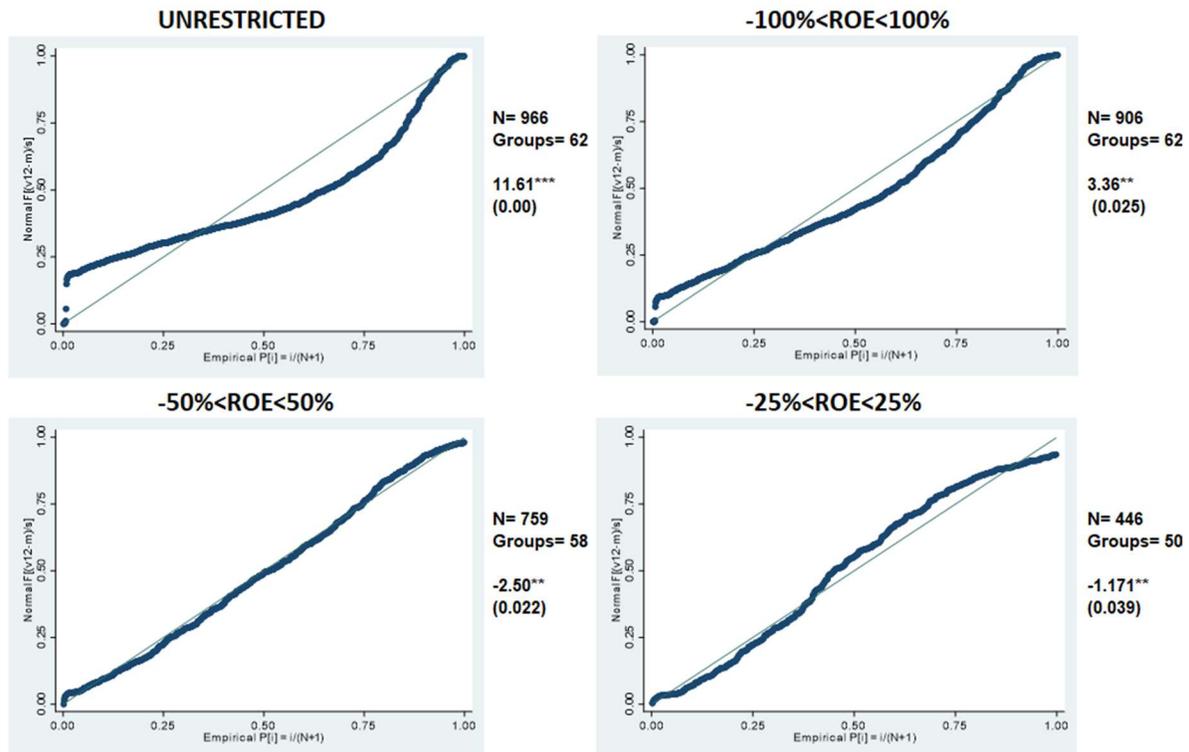
Fuente: Elaboración propia.

Que las variables dependientes utilizadas posean alta curtosis y asimetría, llevaría a pensar que los coeficientes estimados podrían estar impulsados por la presencia de valores extremos y se violaría la condición de normalidad en los errores. Si bien en muestras pequeñas la no normalidad podría llevar a que los valores críticos utilizados para inferir la significancia estadística se vuelvan inválidos, el teorema central del límite indica que a medida que el tamaño de la muestra aumenta, los coeficientes estimados convergerían a una distribución normal. La principal preocupación de la muestra más bien es debido a la presencia de valores extremos, lo que podría mostrar una relación lineal entre las conexiones políticas y la rentabilidad, pero que no permitirían generalizar a toda la población.

Si se restringe el análisis a los valores centrales de los resultados ROE, se puede corregir la no normalidad de los datos y probar si la correlación positiva observada entre las conexiones políticas y la rentabilidad aún se mantiene. Se repite el procedimiento sólo para la regresión (6), ya que, salvo órdenes de magnitud, todos los resultados son similares. Se restringe el análisis a aquellas observaciones donde el valor del ROE esté entre (-100%, 100%), (-50%, 50%) y (-25%, 25%). En cada nueva regresión se eliminan más valores del análisis y se presentan las distribuciones, el número de empresas, el número de observaciones, además del coeficiente y significancia estadística para el Índice 1 de conexiones políticas. Los resultados de este ejercicio se entregan en el Gráfico 8. Al observar el tramo del ROE no restringido se puede apreciar su no normalidad, ya que el ajuste a la línea de 45° representaría este caso hipotético. A medida que se restringen las observaciones, el problema de no normalidad tiende a corregirse, siendo el tramo del ROE entre -50% y 50% el que presenta el mejor ajuste en el cual se reduce la muestra a 759 observaciones (79% del total de observaciones). Sin embargo, para esta base de datos restringida se invierte el signo de las

conexiones políticas sobre la rentabilidad de las empresas, siendo estadísticamente significativo al 5% su coeficiente estimado.⁸

Gráfico 8. Replica de Regresión (6) con Muestra Restringida



Fuente: Elaboración propia.

B. Endogeneidad en las Conexiones Políticas

Se debe tener especial cuidado con la endogeneidad de las variables explicativas; esto es, que sea posible que las conexiones políticas no sean independientes de la rentabilidad de las empresas, lo que produciría que el estimador fuera inconsistente. Esto podría darse en el caso que las conexiones políticas de los directores de una empresa estén causadas por la rentabilidad de la misma; por

⁸ Como un complemento a la inspección visual de la normalidad en la variable dependiente, se realiza además el test de Normalidad Jarque Bera, donde la hipótesis nula es que las variables dependientes tienen una distribución normal. En general se rechaza esta hipótesis nula, aunque el valor más cercano a cero se obtiene cuando la muestra se reduce a ROE y ROA entre (-50%,50%) de la muestra. Esta información puede ser solicitada a los autores.

ejemplo, que una empresa con baja rentabilidad podría buscar mejores conexiones políticas que le pudieran beneficiar logrando así una mejor rentabilidad.⁹

Además de este sesgo de causalidad simultánea, se debe considerar también la posible existencia de un sesgo de variable omitida. Si una variable omitida se correlaciona tanto con la variable endógena como con las conexiones políticas, los estimadores van a ser inconsistentes. Por ejemplo, se ha descubierto que el capital humano y la capacidad gerencial son un buen predictor del desempeño de la empresa Bloom y Van Reenen (2007). Así, un efecto de sustitución entre la capacidad de gestión y las conexiones políticas podría darse en el caso que las empresas aumenten sus directores con conexiones políticas a expensas de disminuir los miembros profesionales con experiencia y capacidad gerencial superior.

Para resolver estos posibles sesgos por endogeneidad, se puede utilizar un instrumento que no esté correlacionado con el término de error (y por lo tanto con la rentabilidad de la empresa), y que al mismo tiempo esté muy correlacionado con las conexiones políticas.

La literatura encuentra que la industria y/o la ubicación son respuestas ante la dificultad de encontrar buenos y fuertes instrumentos para las conexiones políticas. Chaney et al. (2011) estiman las conexiones políticas de más de 4.500 empresas en 19 países, encontrando que la ubicación de sus matrices en la capital del país es un importante determinante a la hora de establecer conexiones políticas. En esta línea, Bertrand et al. (2018) encuentran que las empresas francesas conectadas políticamente generan más puestos de trabajo en áreas políticamente disputadas, para favorecer reelecciones de políticos en turno. Fisman y Svensson (2007) instrumentan niveles de corrupción en empresas de Uganda utilizando el promedio del grado de corrupción en el sector y ubicación de la empresa. Ninguno de estas soluciones, asociadas a la ubicación geográfica de las empresas, es adecuada a nuestro caso, dado que 61 de 62 empresas localizan sus *headquarters* en la capital.

Por otro lado, Desai y Olofsgard (2011) instrumentan la conexión política a nivel de empresa a través de los niveles promedio de conexión política para cada país-industria, en una muestra de empresas para 40 países en desarrollo. Los autores explican que el nivel de conexión política de una empresa no sólo depende de sus propias características, sino además de características propias de su sector industrial y su país. A nivel de país, la distribución de las rentas en la economía, la transparencia y la rendición de cuentas del sistema político son las que influyen en los riesgos y las recompensas de participar en intercambios políticos. A nivel de industria, debido a los diferentes alcances que pueden tener las regulaciones gubernamentales, la disponibilidad de subsidios, el

⁹ Cabe mencionar que algunos autores tratan al problema de endogeneidad como algo particularmente pequeño en sus análisis, y, por lo tanto, no tratan de abordar soluciones a éste en sus enfoques empíricos econométricos, por ejemplo Li et al. (2011).

establecimiento de precios o salarios y otras formas de intervención estatal en el sector, las conexiones políticas pueden variar. Además, pueden existir sectores estratégicos más importantes, así como industrias que dependan más de las contrataciones públicas que otras. La variación de conexiones políticas entre países y sectores no se debe a factores específicos de la propia empresa, sino a factores determinados por estas características de la industria del país. En esta misma línea, Agrawal y Knoeber (2001) examinan más de 260 empresas manufactureras en 11 industrias en Estados Unidos. Ellos se concentran en la función del gobierno (comprador, cooperador y contendiente) con la industria y encuentran que en aquellas industrias en donde la política es más importante existe más influencia de directores políticos, donde la cooperación es más importante la influencia es mayor, pero en donde se debe combatir la influencia es menor. Por último, Castells y Trillas (2013) estiman las conexiones políticas de más de 60 empresas españolas y utilizan como instrumento el promedio de conexión política del sector de la empresa.

Siguiendo este enfoque se asume que las conexiones políticas, que reducimos a la matriz Y_{it} , pueden descomponerse en dos elementos, tal como indica la siguiente ecuación:

$$Y_{it} = Y_{S_t} + Y_{it}^*$$

donde $Y_{S_{it}}$ es la conexión promedio del sector, que suponemos depende de qué tan contingente es este sector en las decisiones del sector público, por ejemplo, porque está altamente regulado, cómo está regulado, o porque recibe grandes pedidos de compras públicas. Si se cumple este supuesto, entonces el promedio del sector de conexión política $Y_{S_{it}}$ es exógeno al desempeño de cualquier empresa en particular, por lo que sería un instrumento válido al estar libre de cualquier sesgo de endogeneidad resultante de una correlación entre la rentabilidad a nivel de la empresa y su grado de conexión política.

La Tabla 7 muestra los resultados de las estimaciones del impacto del grado de conexiones políticas en el ROE de las empresas, usando como instrumento el promedio de conexión política del sector.¹⁰ Al corregir la endogeneidad por medio de las variables instrumentales en las regresiones (13) a (16), se mantiene la relación positiva y estadísticamente significativa entre las conexiones políticas de los directores de las sociedades anónimas y su rentabilidad. Al comparar las magnitudes de los índices de conexiones políticas con las de la Tabla 6 se puede apreciar como el valor positivo es más fuerte en estas nuevas regresiones. En el índice 1 aumenta desde 11.61 a 25.37, cuya diferencia es estadísticamente significativa al 1%. Igual situación se observa con índice 2 de conexión política que sube de 28.75 a 51.48; con el índice 3 que sube de 31.71 a 151.52; y con el índice 4 que aumenta desde 39.29 a 112.09. Llama la atención que, de acuerdo a estos nuevos resultados, una conexión

¹⁰ Ver nota al pie 7, supra.

política más robusta como el índice 4 presenta un coeficiente menor al índice 3, lo que contrario a todos los resultados hasta ahora observados.

Tabla 7. Regresiones de Variables Instrumentales, Efectos Fijos

VARIABLES	(13) ROE	(14) ROE	(15) ROE	(16) ROE
Constante	59.69** (0.023)	45.82* (0.083)	57.51** (0.035)	102.01*** (0.000)
Conexiones Políticas Índice 1	25.37*** (0.000)			
Conexiones Políticas Índice 2		51.48*** (0.000)		
Conexiones Políticas Índice 3			151.52*** (0.000)	
Conexiones Políticas Índice 4				112.09*** (0.000)
F-test of instruments	26.98*** (0.000)	27.44*** (0.000)	22.47*** (0.000)	26.24*** (0.000)
Durbin-Hausman-Wu test	8.81*** (0.0031)	4.28** (0.0388)	11.23*** (0.0008)	18.48*** (0.0000)
Davidson-MacKinnon test	8.81*** (0.0031)	4.28** (0.0388)	11.23*** (0.0008)	18.48*** (0.0000)
Hausman test	76.87*** (0.0000)	63.73*** (0.0000)	14.00 (0.1728)	76.90*** (0.0000)
Nº empresas	62	62	62	62
Nº observaciones	966	966	966	966
R-sq between	0.02	0.01	0.16	0.00
R-sq within	0.05	0.06	0.00	0.01
R-sq overall	0.02	0.02	0.08	0.00

Fuente: Elaboración Propia.

Los resultados son más robustos que los obtenidos con mínimos cuadrados sólo si el enfoque de variables instrumentales es efectivo en corregir la posible endogeneidad de las covariables. Se procede así a realizar los controles necesarios para calificar estos resultados. Para ello se utiliza el test Durbin-Wu-Hausman para comprobar si existen diferencias sistemáticas entre las variables instrumentales y los estimadores de mínimos cuadrados.

La hipótesis nula que no existe una diferencia sistemática entre los estimadores de variables instrumentales y mínimos cuadrados se rechaza en las especificaciones (13) a (16), indicando que las

covariables de mínimos cuadrados no son un estimador consistente y que la endogeneidad podría haber sido un problema en las regresiones (5) a (12). Asimismo, como se necesita la condición que el instrumento elegido esté altamente correlacionado con las variables de conexión política, se realiza el test Davidson-MacKinnon, el que la confirma. Adicionalmente, la Tabla 7 muestra el test F para las regresiones (13) a (16), el que contrasta la fortaleza y validez de los promedios de conexiones políticas por sector como instrumento. Este test indica que los promedios de conexiones políticas por sector son muy buenos predictores de las conexiones políticas de las empresas en un año determinado.

A pesar de estos buenos resultados entregados, como se debe estar convencido de que los instrumentos son estrictamente exógenos a la rentabilidad, se realizan estimaciones de instrumentos invariantes en el tiempo. Esto por cuanto se puede considerar que los sectores podrían responder en conjunto a determinadas condiciones empresariales buscando ampliar su influencia política. Estas condiciones empresariales podrían variar en determinados años, ya sean por shocks económicos o legales. Por ello, se considera utilizar como instrumento la conexión promedio por sector, sin que ella varíe en el tiempo, buscando de esta forma eliminar cualquier endogeneidad producto de cambios en el corto plazo en las conexiones políticas debido a cambios de rentabilidad de las empresas. Debido a estos posibles cambios en el tiempo de las condiciones empresariales, se estiman sus efectos utilizando efectos aleatorios. En efecto, el test de especificación de Hausman de diferencias sistemáticas para efectos fijos y aleatorios indica que la estimación de efectos aleatorios produce estimadores no consistentes en las especificaciones (13), (14) y (16), por lo que se utiliza el instrumento que no varía en el tiempo sólo para la especificación (15) de la Tabla 8.

La Tabla 8 presenta los resultados de las estimaciones del impacto del grado de conexiones políticas en el ROE de las empresas, usando como instrumento el promedio de conexión política del sector invariante en el tiempo.¹¹ Es sabido que los instrumentos que no varían en el tiempo son instrumentos más débiles, ya que están menos correlacionados con el nivel individual de conexiones políticas en un año determinado. El resultado mostrado en la tabla anterior corrobora este resultado, ya que, controlando por cualquier hipotética endogeneidad inducida por el tiempo, se muestra que permanece una relación positiva y estadísticamente significativa entre las conexiones políticas y la rentabilidad de las empresas en Chile. La magnitud del coeficiente asociado al índice 3 de conexiones políticas disminuyó marginalmente de 151.52 a 149.65.

¹¹ Ver nota al pie 6, supra.

Tabla 8. Efectos aleatorios, instrumentos invariantes en el tiempo

VARIABLES	(17) ROE
Constante	52.41*** (0.009)
Conexiones Políticas Índice 3	149.65*** (0.000)
Nº empresas	62
Nº observaciones	966
R-sq between	0.17
R-sq within	0.04
R-sq overall	0.08

Fuente: Elaboración propia.

7. CONCLUSIONES

Este trabajo muestra el impacto de las conexiones políticas en la rentabilidad de las sociedades anónimas chilenas. Para ello se creó una base de datos para el período 2002 a 2017, el que cuenta con 62 empresas y la información de vínculos políticos de 1.052 de sus directores. Nuestra hipótesis, que las conexiones políticas influyen en el desempeño de las empresas que nombran directores con estas características, se probó utilizando un enfoque econométrico basado en dos medidas contables de desempeño de estas empresas, ROA y el ROE; y de cuatro medidas alternativas a las conexiones políticas de sus directores.

Los resultados encontrados sugieren que las conexiones políticas pueden tener un impacto positivo en la rentabilidad de las empresas chilenas. Estos resultados positivos y estadísticamente significativos se mantienen independientemente de las medidas usadas para las conexiones políticas. Se mantienen también cuando se controla la posible endogeneidad en el modelo. Sin embargo, al reducir la muestra para evitar la violación del supuesto de normalidad se encuentran impactos negativos de las conexiones políticas sobre la rentabilidad de las empresas.

No resultó significativo el efecto de las estrategias de conexión que podrían seguir las empresas –mixtas, de derecha o de izquierda–, lo que puede deberse a lo estricta que fueron estas definiciones o, complementariamente, a que todo parece indicar que los controladores de las sociedades anónimas chilenas eligen sus estrategias de conexión política como una variable de largo plazo por razones de confianza y cercanía política, principalmente de mixtas o derecha, no pensando en cómo ello podría impactar en el corto plazo la rentabilidad de estas empresas.

Dada la simultaneidad entre causa y efecto hipotéticos, es posible la existencia de variables omitidas, como la capacidad de gestión de los directores nombrados, lo que también podría causar problemas de endogeneidad. Para hacer frente a este potencial problema se necesita más investigación.

Es conocido que las tolerancias a las conexiones políticas varían en el tiempo y en el espacio. En Chile el sector empresarial ha mostrado una gran cantidad de conexiones políticas, con directores conectados y teniendo altos cargos políticos en el pasado. Es posible que las empresas contraten a políticos porque son bien conocidos (sesgo de disponibilidad) y se espera que puedan mover las circunstancias en la dirección del objetivo de la empresa (sesgo de atribución). Los políticos pueden ser nombrados debido a prejuicios de juicio conductual donde los políticos, al ser más públicos y las figuras más destacadas, tienen más probabilidades de ser nombrados que otros candidatos.

En suma, la evidencia encontrada para Chile muestra que utilizar políticos en cargos de directores de sociedades anónimas abiertas es rentable para estas empresas. Las razones últimas de esta práctica son dejadas para investigación futura.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aggarwal, R., Meschke, F. y Wang, T. (2012). Corporate Political Donations: Investment or Agency? *Business and Politics* 14 (3).
- Agrawal, A. y Knoeber, C. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role? *The Journal of Law and Economics* 44, 179-198.
- Aranson, P. (1990). Theories of Economic Regulation: From Clarity to Confusion. *Journal of Law and Politics* 6, 247-286.
- Austen-Smith, D. y Wright, J.R. (1996). Theory and Evidence for Counteractive Lobbying. *American Journal of Political Science* 40, 543-564.
- Baines, P. y Viney, H. (2010). The Unloved Relationship? Dynamic Capabilities and Political-Market Strategy: A Research Agenda. *Journal of Public Affairs* 10, 258-264.
- Baysinger, B. (1984). Domain Maintenance as an Objective of Business Political Activity: An Expanded Typology. *Academy of Management Review* 9, 248-258.
- Bertrand, M., Kramarz F., Schoar A. y Thesmar D. (2018). The Cost of Political Connections. *Review of Finance* 22 (3), 849-876.
- Bloom, N. y Van Reenen, J. (2007). Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries. *The Quarterly Journal of Economics* 122 (4), 1351-1408.

- Bonardi, J.P., Holburn, G.L.F. y Vanden Bergh, R.G. (2006). Nonmarket Strategy Performance: Evidence from U.S. Electric Utilities. *Academy of Management Journal* 38, 288-303.
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J. y Santana-Martín, D.J. (2014). Politically Connected Firms and Earnings Informativeness in the Controlling versus Minority Shareholders Context: European Evidence. *Corporate Governance: An International Review* 22 (4), 330-346.
- Boubakri, N., Cosset, J. y Saffar, W. (2008). Political Connections of Newly Privatized Firms. *Journal of Corporate Finance* 14 (5), 654-673.
- Castells, P. y Trillas, F. (2011). The Effects of Surprise Political Events on Quoted Firms: The March 2004 election in Spain. *Journal of the Spanish Economic Association*, 1-30.
- Castells, P. y Trillas, F. (2013). Profits and Political Connections: the Spanish Puzzle. Mimeo, Universidad Autónoma de Barcelona.
- Chaney, P. K., Faccio, M. y Parsley, D. (2011). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. *Journal of Accounting and Economics* 51, 58-76.
- Chen, C., Ding, Y., y Kim, C. (2010). High-level Politically Connected Firms, Corruption, and Analyst Forecast Accuracy Around the World. *Journal of International Business Studies* 41, 1505-1524.
- Chen, C., Li, Z., Su, X., y Sun, Z. (2011). Rent-Seeking Incentives, Corporate Political Connections, and the Control Structure of Private Firms: Chinese Evidence. *Journal of Corporate Finance* 17, 229-243.
- Choi, J. P. y M. Thum, (2007). The Economics of Politically Connected Firms. CESifo Working Paper 2025.
- Cingano, F. y Pinotti, P. (2013). Politicians at Work: The Private Returns and Social Costs of Political Connections. *Journal of the European Economic Association* 11 (2), 433-465.
- Civilize, S., Wongchoti, U. y Young, M. (2015). Political Connection and Stock Returns: A Longitudinal Study. *Financial Review* 50 (1), 89-119.
- Claessens, S., Feijen, L. y Schmukler, L. (2008). Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions. *Journal of Financial Economics* 88 (3), 554-580.
- Cooper, M., Gulen, H., y Ovtchinnikov, A. (2010). Corporate Political Contributions and Stock Returns. *Journal of Finance* 65, 687-724.
- Crespi-Cladera, R. y Pascual-Fuster, B. (2018). Politicians in the Boardroom: Is It a Convenient Burden? *Corporate Governance: An International Review* 26 (6), 448-470.
- Cuñat, V. y Garicano, L. (2010). Did Good Cajas Extend Bad Loans? The Role of Governance and Human Capital in Cajas, Portfolio Decisions. Working Paper 8, FEDEA, Madrid
- De Figueiredo, J.M. y Silverman, B.S. (2006). Academic Earmarks and the Returns to Lobbying. *Journal of Law and Economics* 49, 597-626.

- Dean, T.J. y Brown, R.L. (1995). Pollution Regulation as a Barrier to New Firms Entry: Initial Evidence and Implications for Future Research. *Academy of Management Journal* 38, 288-303.
- Delmas, M.A. y Montes-Sancho, M.J. (2010). Voluntary Agreements to Improve Environmental Quality: Symbolic and Substantive Cooperation. *Strategic Management Journal* 31, 575-601.
- Desai, R. y Olofsgard, A. (2011). The Costs of Political Influence: Firm-Level Evidence from Developing Countries. *Quarterly Journal of Political Science* 6 (2), 137-178
- Duchin, R. y Sosyura, D. (2012). The Politics of Government Investment. *Journal of Financial Economics* 106, 24-48.
- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *American Economic Review* 96 (3), 369-386.
- Faccio, M. (2010). Differences between Politically-Connected Firms and Non-Connected Firms: A Cross Country Analysis. *Financial Management* 39 (2), 905-928.
- Farinós J., García C., Herrero B. e Ibáñez A. (2016). Revolving Doors: are they Valued in the Spanish Stock Market? *Academia Revista Latinoamericana de Administración* 29 (2), 147-164.
- Ferguson, T. y Voth, H. (2008). Betting on Hitler - The Value of Political Connections in Nazi Germany. *Quarterly Journal of Economics* 123, 101-137.
- Fisman, R. (2001). Estimating the Value of Political Connections. *The American Economic Review* 91, 1095-1102.
- Fisman, R. y Svensson, J. (2007). Are Corruption and Taxation Really Harmful to Growth? Firm Level Evidence. *Journal of Development Economics* 83 (1), 63-75.
- García-Cestona, M. y Surroca, J. (2008). Multiple Goals and Ownership Structure: Effects on the Performance of Spanish Savings Banks. *European Journal of Operational Research* 187 (2), 582-599.
- Getz, K.A. (2002). Public Affairs and Political Strategy: Theoretical Foundations. *Journal of Public Affairs* 1, 305-329.
- Goldman, E., Rocholl, J. y So, J. (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *Review of Financial Studies* 22, 2331-2360.
- Hansen, W. y Mitchell, N. (2000). Disaggregating and Explaining Corporate Political Activity: Domestic and Foreign Corporations in National Politics. *American Political Science Review* 94, 891-903.
- Hillman, A. (2005). Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management* 31, 464-481.
- Hillman, A., Keim, G. y Schuler, D. (2004). Corporate Political Activity: a Review and Research Agenda. *Journal of Management* 30 (6), 837-857.
- Kang, J. y Zhang, L. (2015). From Backroom to Boardroom: Role of Government Directors in U.S. Public Firms and their Impact on Performance. Social Sciences Research Network Working

- Keillor, B.D., Wilkinson, T.J. y Owens, D. (2005). Threats to International Operations: Dealing with Political Risk at the Firm Level. *Journal of Business Research* 58, 629-635.
- Khwaja, A. y Mian, A. (2005). Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. *Quarterly Journal of Economics* 120 (4), 1371-1411.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F. y Zamarripa, G. (2003). Related Lending, *Quarterly Journal of Economics* 118 (1), 231-268.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q. y Zhou, L. (2008). Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms. *Journal of Development Economics* 87 (2), 283-299.
- Lux, S., Crook, T.R. y Woehr, D.J. (2011). Mixing Business with Politics: A Metaanalysis of the Antecedents and Outcomes of Corporate Political Activity. *Journal of Management* 37, 223-247.
- Mueller, D. (2003). *Public Choice III*. Cambridge University Press.
- Niessen, A. y Ruenzi, S. (2010). Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany. *German Economic Review* 11, 441-464.
- Nys, E., Tarazi, A. y Trinugroho, I. (2015). Political Connections, Bank Deposits and Formal Deposit Insurance. *Journal of Financial Stability* 19 (4), 83-104.
- Okhmatovskiy, I. (2010). Performance Implications of Ties to the Government and SOEs: A Political Embeddedness Perspective. *Journal of Management Studies* 47 (6), 1020-1047
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly* 17 (2), 218-228.
- Pfeffer, J. y Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource-Dependence Perspective*. Harper and Row, New York.
- Ring, P.S., Lenway, S.A. y Govekar, M. (1990). Management of the political imperative in international business. *Strategic Management Journal* 11, 141-151.
- Shaffer, B. (1995). Firm-Level Responses to Government Regulation: Theoretical and Research Approaches. *Journal of Management* 21 (3), 495-514.
- Singh, J., House, R.J. y Tucker, D.J. (1986). Organizational Change and Organizational Mortality. *Administrative Science Quarterly* 31 (4), 587-611.
- Spiller, P.T. (1990). Politicians, Interest Groups, and Regulators: A Multiple-Principals Agency Theory of Regulation, or "Let them be Bribed". *Journal of Law and Economics* 33, 65-101.
- Tang, X., Lin, Y., Peng, Q., Du, J. y Chan, K. (2016). Politically Connected Directors and Firm Value: Evidence from Forced Resignations in China. *North American Journal of Economics and Finance* 37, 148-167.

- Titl, V. y Geys, B. (2019). Political Donations and the Allocation of Public Procurement Contracts. *European Economic Review* 111: 443-458
- Williamson, O. (1984). Corporate Governance. *Yale Law Journal* 93 (7), 1197-1229.
- Windsor, D. (2007). Toward a Global Theory of Cross-border and Multilevel Corporate Political Activity. *Business and Society* 6, 253-278.
- Yoffie, D. y Bergenstein S. (1985). Creating Political Advantage: The Rise of the Political Entrepreneur. *California Management Review* 28, 124-139.
- You, J. y Du, G. (2012). Are Political Connections a Blessing or a Curse? Evidence from CEO Turnover in China. *Corporate Governance: An International Review* 20, 179-194.

ANEXO

La Tabla A1 muestra el porcentaje de directores conectados (grados 1 al 4) y altamente conectados (grados 1 y 2) de los directores de las sociedades anónimas abiertas consideradas en este trabajo. La Tabla A2 agrupa a estas sociedades anónimas por rubro económico. La Tabla A3 lista las razones por las cuáles no se dispuso de información de sus directores para ciertos períodos.

Tabla A1. Promedio de Directores Conectados Políticamente, por empresa 2002-2017

	Conectados (% del directorio)	Altamente Conectados (% del directorio)
British American Tobacco Chile Operaciones S.A.	68%	52%
Invercap S.A.	59%	52%
Empresas Copec S.A.	83%	51%
Empresa Nacional Del Carbón S.A.	49%	48%
Empresas CMPC S.A.	71%	45%
Banco De Crédito E Inversiones	67%	43%
Itaú Corpbanca	65%	41%
Telefónica Chile S.A.	56%	41%
Cap S.A.	59%	37%
Administradora De Fondos De Pensiones Provida S.A.	42%	36%
Sociedad Química Y Minera De Chile S.A.	68%	35%
Enel Generación Chile S.A.	39%	35%
Banco Santander-Chile	58%	35%
Viña Concha Y Toro S.A.	48%	34%
Sociedad Matriz Del Banco De Chile S.A.	66%	34%
Aguas Andinas S.A.	49%	33%
Administradora De Fondos De Pensiones Cuprum S.A.	49%	31%
Antarchile S.A.	74%	29%
Banco De Chile	66%	29%
Empresa Nacional De Telecomunicaciones S.A.	86%	29%
Detroit Chile S.A.	29%	29%
Sociedad De Inversiones Pampa Calichera S.A.	78%	28%
Besalco S.A.	71%	27%
Sociedad De Inversiones Oro Blanco S.A.	77%	27%
Cristalerías De Chile S.A.	49%	27%
Norte Grande S.A.	67%	26%
Minera Valparaíso S.A.	61%	25%
Grupo Security S.A.	33%	22%
Puerto Ventanas S.A.	43%	21%
Quiñenco S.A.	89%	21%
Administradora De Fondos De Pensiones Habitat S.A.	33%	21%

Compañía Electro Metalúrgica S.A.	44%	21%
Banmédica S.A.	78%	19%
Colbún S.A.	82%	18%
S.A.C.I. Falabella	64%	18%
Latam Airlines Group S.A.	77%	17%
Sociedad Punta Del Cobre S.A.	53%	17%
Compañía Sud Americana De Vapores S.A.	47%	16%
Scotiabank Chile	25%	14%
AES Gener S.A.	24%	14%
Embotelladora Andina S.A.	46%	14%
Compañía General De Electricidad S.A.	24%	13%
Cementos Bío Bío S.A.	48%	12%
Blumar S.A.	61%	12%
Banvida S.A.	15%	11%
Sigdo Koppers S.A.	57%	10%
Pacífico V Región S.A.	57%	10%
Engie Energía Chile S.A.	23%	10%
Clínica Las Condes S.A.	30%	9%
Walmart Chile S.A.	41%	9%
Parque Arauco S.A.	63%	8%
C.T.I. Compañía Tecno Industrial S.A.	40%	8%
Coca Cola Embonor S.A.	22%	7%
Empresas Gasco S.A.	31%	6%
Santander Chile Holding S.A.	17%	6%
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	46%	6%
Forestal Constructora Y Comercial Del Pacifico Sur S.A.	32%	3%
Enaex S.A.	66%	3%
Almendral S.A.	45%	3%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Chile	35%	0%
Empresas Tattersall S.A.	16%	0%
Empresa Eléctrica Pehuenche S.A.	0%	0%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla A2. Empresas Agrupadas por Sector Económico (SII)

A - Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	Forestal Constructora Y Comercial Del Pacifico Sur S.A.
B – Pesca	Blumar S.A.
C - Explotación de Minas y Canteras	Empresa Nacional Del Carbón S.A. Sociedad Punta Del Cobre S.A.
D - Industrias Manufactureras No Metálicas	British American Tobacco Chile Operaciones S.A. Cementos Bío Bío S.A. Coca Cola Embonor S.A. Compañía Cervecerías Unidas S.A. Cristalerías De Chile S.A. Embotelladora Andina S.A. Empresas CMPC S.A. Enaex S.A. Sociedad Química Y Minera De Chile S.A. Viña Concha Y Toro S.A.
E - Industrias Manufactureras Metálicas	C.T.I. Compañía Tecno Industrial S.A. Compañía Electro Metalúrgica S.A. Detroit Chile S.A.
F - Suministro de Electricidad, Gas y Agua	AES Gener S.A. Aguas Andinas S.A. Colbún S.A. Compañía General De Electricidad S.A. Empresa Eléctrica Pehuenche S.A. Empresas Gasco S.A. Enel Generación Chile S.A. Engie Energía Chile S.A.
G – Construcción	Besalco S.A.
H - Comercio al por Mayor y Menor, Rep. Veh. Automotores / Enseres Domésticos	Compañía Sud Americana De Vapores S.A. Empresas Copec S.A. Walmart Chile S.A.
I - Hoteles y Restaurantes	
J - Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	Empresa Nacional De Telecomunicaciones S.A. Latam Airlines Group S.A. Puerto Ventanas S.A. Telefónica Chile S.A.
K - Intermediación Financiera	Administradora De Fondos De Pensiones Cuprum S.A. Administradora De Fondos De Pensiones Habitat S.A. Administradora De Fondos De Pensiones Provida S.A. Antarchile S.A.

	<p>Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Chile Banco De Chile Banco De Crédito E Inversiones Banco Santander-Chile Banmédica S.A. Banvida S.A. Cap S.A. Empresas Tattersall S.A. Grupo Security S.A. Invercap S.A. Itaú Corpbanca Norte Grande S.A. Pacífico V Región S.A. Quiñenco S.A. Santander Chile Holding S.A. Scotiabank Chile Sigdo Koppers S.A. Sociedad De Inversiones Oro Blanco S.A. Sociedad De Inversiones Pampa Calichera S.A. Sociedad Matriz Del Banco De Chile S.A.</p>
L - Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	<p>Almendral S.A. Minera Valparaíso S.A. Parque Arauco S.A. S.A.C.I. Falabella</p>
M - Adm. Pública y Defensa, Planes de Seg. Social Afiliación Obligatoria	
N – Enseñanza	
O - Servicios Sociales y de Salud	Clínica Las Condes S.A.
P - Otras Actividades de Servicios Comunitarias, Sociales y Personales	
Q - Consejo De Administración de Edificios y Condominios	
R - Organizaciones Y Órganos Extraterritoriales	

Fuente: Elaboración propia. Con datos del Servicio de Impuestos Internos.¹²

¹² Información obtenida de la "Consulta de Situación Tributaria de Terceros" del SII, revisada en enero 2018. <https://zeus.sii.cl/cvc/stc/stc.html>

Tabla A3. Detalle de Información Faltante

Razón Social	Años	Razón
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Chile	2002-2006	No se encontró información de su banco predecesor (Banco Hipotecario Internacional Financiero)
British American Tobacco Chile Operaciones S.A.	2014-2017	Se convirtió a sociedad anónima cerrada
Detroit Chile S.A.	2016-2017	Se convirtió a sociedad anónima cerrada
Empresa Nacional Del Carbón S.A.	2016-2017	Cerró por quiebra
Scotiabank Chile	2002-2008	No se encontró información de su banco predecesor (Banco Sudamericano)
Sigdo Koppers S.A.	2002-2004	No era sociedad anónima abierta
Walmart Chile S.A.	2016-2017	Se convirtió a sociedad anónima cerrada

Fuente: Elaboración propia.