



## **INVESTOR PROTECTION AND CORPORATE GOVERNANCE**

Editado por  
Alberto Chong & Florencio Lopez de Silanes

**Mauricio Gutiérrez Urzúa**

Departamento de Economía y Finanzas  
Facultad de Ciencias Empresariales - Universidad del  
Bío-Bío  
Av. Collao 1202 - Concepción, Chile  
mauricio.g@ubiobio.cl

El presente libro corresponde a una recopilación de siete artículos que aborda la problemática de los gobiernos corporativos de las empresas latinoamericanas en general y particularmente se enfoca en países como: Argentina, Brasil, Chile, Colombia México y Venezuela. El enfoque de este libro en cierta medida cuestiona la aplicación de las teorías financieras en el campo de las finanzas corporativas, sin considerar el origen anglosajón de éstas, ya que la mayoría de los estudios que aplicamos en nuestra realidad son replicas de modelos desarrollados en organizaciones y mercados con características distintas a las empresas del mercado europeo continental, asiático y latinoamericano. Las diferencias fundamentales se centran en el tipo de regulación, estructura de propiedad, estrategias de financiamiento, sin olvidar, el papel fiscalizador del mercado, lo que origina distintos estilos de gestión y diferentes conflictos de intereses, que afectan las decisiones de la empresa, situación evidenciada, especialmente en el último tiempo, a raíz de la "crisis financiera".

La estructura de propiedad juega un papel central al momento de evaluar la política de financiamiento de las corporaciones. En algunos mercados la propiedad de las empresas presenta una alta atomización, es decir, se encuentra distribuida entre muchos accionistas, situación diferente se observa en otros mercados, donde existe una fuerte concentración de la propiedad. La propiedad atomizada genera conflictos entre accionistas y directivos o accionistas y acreedores, y la propiedad concentrada genera potenciales conflictos entre el accionista controlador y el accionista minoritario. Desde la perspectiva de la administración, los estilos de gestión y de control son diferentes ya que en el mundo anglosajón la administración recae en gerentes y directores independientes, en cambio, en nuestros mercados se observa que la gestión la realizan gerentes o directores que controlan grandes paquetes accionarios. La concentración de la propiedad ha derivado en la formación de grupos económicos o conglomerados, generalmente con una estructura piramidal y particularmente con un fuerte componente familiar, situación evidenciada en parte de Europa, Latinoamérica y Asia.

Dentro de este marco teórico y regulatorio se edita este libro integrado por los siguientes artículos:

## **1.- OVERVIEW: CORPORATE GOVERNANCE IN LATIN AMERICA.**

**Alberto Chong & Florencio Lopez de Silanes**

El argumento básico de este artículo es que, incluso bajo condiciones distorsionadas, con insuficiente protección jurídica de los accionistas y pobre aplicación de la ley, el acceso al mercado de capitales se puede mejorar si las empresas salen de la norma y comienzan la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo. Las mejoras en el gobierno a nivel de empresa fomentan la reducción de conflicto entre los grandes accionistas y los accionistas minoritarios.

Las insuficiencias de las instituciones legales en América Latina generan altos niveles de concentración de la propiedad, escaso acceso a financiamiento de capital externo, y estrechez de los mercados de capital.

Uno de los principales desafíos en América Latina es la aplicación efectiva de las normas jurídicas. La mejora de los medios judiciales de aplicación debería ser vista como un paso que refuerza la política de la reforma legal. Sin embargo, como estas mejoras son procesos lentos, es importante incorporar herramientas para hacer frente a estas limitaciones en el diseño de políticas.

El acceso a los mercados de capitales de los EE.UU. a través de ADR ha proporcionado una fuente adicional de fondos para algunas empresas en la región. Estas alternativas ofrecen una explicación de la contracción en los mercados de capitales de América Latina y son un estímulo para las empresas de la región a adoptar mejores prácticas de gobierno de manera unilateral.

La integración con los mercados financieros internacionales no elimina la necesidad de fuertes mercados financieros locales. Los mercados internacionales no son apropiados para todas las empresas. La amenaza constante de Wall Street, plantea verdaderos desafíos para los responsables políticos de la región, pues es imperativo el ponerse al día con las reformas en el extranjero.

Fue necesario vivir crisis financieras en Brasil, Rusia, Tailandia y los Estados Unidos para aumentar la preocupación por la reforma del gobierno corporativo. Después de estas crisis, la amenaza de un colapso financiero mundial ha disminuido. El peligro para América Latina es que los esfuerzos locales para mejorar el gobierno corporativo en la región van a perder impulso, como resultado de los mercados financieros más estables. Si resulta ser cierto este caso, es difícil prever cómo los mercados locales serán capaces de sobrevivir a la próxima serie de choques.

## **2.- CORPORATE GOVERNANCE, OWNERSHIP AND DIVIDEND POLICIES IN ARGENTINA. RICARDO BEBCZUK.**

Este artículo muestra que las compañías, tanto en Chile como en Argentina, están pobremente gobernadas, dado que aún no se logra crear un marco legislativo que sea suficientemente fuerte para prever problemas de agencia, asimetrías de información, etc.

Por otro lado, la propiedad parece estar bastante concentrada a nivel del accionista mayoritario, en este caso podemos nombrar distintos grupos económicos presentes en nuestro país, que poseen la mayor fortuna y controlan varias empresas en sectores como minería, alimentos, finanzas, entre otros. El estudio también evidencia que la separación del control de derechos de flujo de caja estaba presente en menos de la mitad de las compañías. Además se testearon predicciones de teorías recientes, enlazando esas medidas con rendimiento corporativo y políticas de dividendo entre 2000-2003. Con respecto al rendimiento, los resultados apuntan a un efecto robusto de la medida del gobierno corporativo tanto en retornos de activos como en la  $q$  de Tobin. Para el caso de los dividendos, la medida de gobierno parece ejercer un marcado efecto positivo en la razón dividendos contra flujo de caja.

Cualquier recomendación que surja de esta investigación debería tomarse en cuenta para mejorar el gobierno corporativo, sin embargo, los accionistas mayoritarios no se inclinarán a cooperar con estos cambios hasta que vean que estos cambios traigan un incremento en los beneficios que supere las pérdidas de control generadas por éstos.

Pero el gobierno corporativo es también tema de políticas públicas donde los accionistas minoritarios deberían ser legalmente protegidos contra expropiación. Los resultados del TDI sugieren que el gobierno corporativo en Argentina aún es pobre y falta mucho por mejorarlo, a pesar de los esfuerzos por crear nuevas legislaciones.

### **3.- CORPORATE GOVERNANCE, MARKET VALUATION, IN BRAZIL. RICARDO LEAL & ANDRÉ CARVALHAL DA SILVA.**

El artículo presenta el caso de Brasil, donde en los últimos años ha surgido una serie de nuevos informes, por medio de los cuales se espera pasar una mayor cantidad de información a los usuarios y de la misma forma fue creado un nuevo índice en la bolsa de valores de São Paulo, conocido como CGI (Índice de Gobierno Corporativo).

Para el grupo de empresas estudiadas se hizo un diagnóstico del estado actual de su gobierno corporativo empleando la metodología de Leal y Carvalhal-da-Silva (2004), la cual se basa en una encuesta de 24 preguntas subdivididas en 4 partes: divulgación, composición y funcionamiento de la Junta directiva, ética y conflictos de intereses y derechos de los accionistas. Cada una de las 24 preguntas fue contestada por estos autores utilizando información pública disponible.

Se construyen un índice de gobierno corporativo para Brasil basado en encuestas completadas con información pública de las empresas que cotizan en la Bolsa de Sao Paulo, en el período 1998-2002. Se encontraron niveles de concentración muy alta de la votación de acuerdo al derecho apalancado por el uso generalizado de las estructuras de control indirecto y sin derechos a votos libres.

Los resultados evidencian que las empresas brasileras tienen un mejor desempeño en lo que respecta a la revelación de información que en otros aspectos del gobierno corporativo. Adicionalmente, presentan una alta concentración de la propiedad. Los autores encuentran que un buen gobierno corporativo está positivamente correlacionado con un mayor valor de las corporaciones en Brasil.

El CGI mantiene una relación positiva, significativa y robusta con el valor de la empresa. Una mayor mejoría daría en el CGI, en el 2002, un aumento de 0,38 en el q de Tobin. Esto representa un aumento del 95 % en el valor de las acciones de las empresas con el apalancamiento y ratios de la q de Tobin. No se encontró relación significativa entre gobernabilidad y el de pago de dividendos, pero hay indicios de que los pagos de dividendos son mayores cuando el control y la concentración de flujos de efectivo son mayores.

#### **4.- CORPORATE GOVERNANCE, MARKET VALUATION, AND LAYOUT POLICY IN CHILE.**

**Fernando Lefort & Eduardo Walker.**

En este artículo se analizó el estudio de Lefort y Walker acerca de las prácticas de gobierno corporativo en Chile, y como éstas afectan la valuación de mercado y la política de pago. El estudio muestra que las empresas que presentan mayor coincidencia entre los derechos y el control de efectivo tienden a ser consistentemente más valoradas por el mercado. Este resultado se interpreta como un indicador de los potenciales conflictos de interés entre los controladores y los accionistas minoritarios que se ven penalizadas por el mercado de capitales chileno.

En adelante se presentan las hipótesis usadas para obtener los resultados de este estudio. Luego, se presenta la metodología utilizada, mostrando los resultados encontrados a partir del método de regresión. Además se muestra el análisis empírico del efecto de los problemas de agencia en la valoración de mercado y política de dividendos de las empresas. Se enfatiza el esfuerzo hacia la búsqueda de una relación estadística entre buenas prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa en Chile. Finalmente, se discuten los aspectos del estudio que lo hacen relevante para los cambios de las estructuras de gobierno corporativo.

Este artículo busca estructurar un marco conceptual sencillo que permita ordenar la discusión acerca de las diferentes formas de gobierno corporativo y de su efecto sobre la estructura y desempeño de las empresas. Basándose en la literatura reciente, el artículo discute la validez de la hipótesis de que en el largo plazo sobreviven las estructuras que tienden a mejorar el desempeño de las empresas y la compara con otras hipótesis alternativas tanto a nivel teórico como a la luz de la evidencia empírica. En particular, se discute el significativo rol de los sistemas legales y regulatorios en condicionar el desarrollo de las estructuras de gobierno corporativo en el mundo.

En el marco de esta discusión, este artículo enfatiza aquellos aspectos que pueden ayudar a entender mejor el funcionamiento y efecto del gobierno corporativo en el caso de empresas que funcionan en economías emergentes. También se discute el tipo de factores exógenos, relacionados con regulaciones que pueden ayudar a mejorar las prácticas de gobierno corporativo en una economía emergente como la chilena. Con ese objetivo, se revisa y discute el grueso de la incipiente literatura académica sobre gobierno y estructura corporativa en Chile, a la luz del marco conceptual desarrollado previamente.

## **5.- CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM VALUATION IN COLOMBIA. LUIS GUTIÉRREZ & CARLOS POMBO.**

En este trabajo se estudia la separación entre la propiedad y el control de 108 empresas cotizadas en Colombia entre 1996 y 2002, encontrando que los derechos de voto son superiores a los derechos de flujo de efectivo por participación indirecta a través de empresas controladoras.

El documento también examina la asociación de diversas medidas de propiedad y control y las relaciones de separación con el valor de una empresa y el rendimiento de la misma muestra de empresas que cotizan sus acciones desde 1998 hasta 2002.

Se encontraron incentivos para ejercer una influencia positiva en la valoración de una empresa y el rendimiento, lo que valida el enfoque de seguimiento positivo de los grandes accionistas, pero esta relación no es importante. El documento también informa de los resultados de una encuesta realizada en 2004 que sugiere que las empresas colombianas han tardado en mejorar sus prácticas de gobierno corporativo.

## **6.- CORPORATE GOVERNANCE AND FIR VALUE IN MEXICO. ALBERTO CHONG & FLORENCIO LOPEZ DE SILANES.**

En este artículo se ha analizado la evolución de los mercados de capitales, calidad de la protección legal del accionista, su cumplimiento y sus efectos en la disponibilidad de financiamiento externo en México en los últimos veinte años.

Se evidencia que la obtención de capital es difícil para las empresas mexicanas, pero dentro de este panorama, las empresas que han logrado poner en práctica recomendaciones para mejorar su gestión de gobierno corporativo muestran un mejor nivel de costos de capital, debido a una mayor entrega de dividendos.

En líneas generales se ha probado, como lo señala la literatura, que para alcanzar un financiamiento eficiente en el largo plazo, las empresas y los gobiernos deben buscar alcanzar un mayor nivel de protección al accionista.

## **7.- CEO AND DIRECTOR TURNOVER IN REPUBLICA BOLIVARIANA DE VENEZUELA.**

**URBI GARAY & MAXIMILIANO GONZÁLEZ.**

Los resultados que visualizaron los investigadores sobre las prácticas de gobierno corporativo en Venezuela son: que las compañías listadas exhiben relativamente bajos resultados totales de la evaluación de los gobiernos corporativos, especialmente en las categorías de Principios Generales, Ejecutivos y Directorio, comparados con los estudios similares de Lefort y Walker (2005) para Chile y con los de Klapper y Love (2002) para 14 mercados emergentes.

Los resultados en el ítem Accionistas y sobre la Divulgación de Información son relativamente mejores, y están más bajos en la comparación con Chile en un 10% y 9% respectivamente en los ítems, pero lejano a los resultados en USA.

Los resultados totales de los cuestionarios darían a las compañías venezolanas un

índice de 54.71 de 100 fijando estos resultados en perspectiva, comparando con los resultados para los 14 mercados emergentes muestran un muy similar puntaje de 54.11.

En estos resultados y al compararlos con Brasil y Chile, estos últimos se desmarcan un poco de la tendencia Latinoamericana y alcanzan valores de 57.26 y 61.63 de 100 superando a Venezuela en 2.55 % y 6.92 % respectivamente en los resultados ponderados del estudio. Tomando en cuenta que los resultados de estos estudio son comparables, ya que la concentración de la propiedad en Latinoamérica es similar y no comparable a USA que tiene otra estructura de propiedad más atomizada y no puede manejar tantas las decisiones y la divulgación de la información, ya que la fuerza de los accionistas minoritarios es mucho mayor que en Latinoamérica y en Chile específicamente.

También se muestra que la relación entre la rotación del CEO y directores con las variables de control CEOAGE, CEOCHA y MEDITU, respectivamente, captan cierta evidencia preliminar de atrincheramiento del CEO y de los directores; esto es, para un CEO antiguo, poderoso y el más importante de la Junta, lo menos probable es observar rotación en desempeños pobres.

Otro resultado interesante es que cuando el CEO deja la compañía, los directores también la dejan en promedio. Por esto parece que el rol de la Junta de director en esta muestra de compañías venezolanas no es monitorear sino que aconsejar al CEO. Esta idea podría ser agregada a las conjeturas de Yermack (2004) de que los directores podrían verse tentados a abandonar la firma cuando el CEO se va por las últimas dos razones: reputación y carga de trabajo de una restructuración de la empresa..

La encuesta de gobierno corporativo en Venezuela sugiere que, a pesar de recientes mejoras, un número de prácticas necesitan ser revisadas. Estas incluyen los siguientes hallazgos:

- i) La mayoría de los auditores externos no son elegidos por el comité auditor de la firma
- ii) Auditores externos son contratados para propósitos de consultoría;
- iii) Solo unas pocas firmas reconocen tener un comité de gobierno corporativo;
- iv) Hay una falta de transparencia en desclasificar la última propiedad de la compañía;
- v) Hay un relativo bajo nivel de protección de los accionistas minoritarios y
- vi) Hay un nivel de insatisfacción de desclasificación de la compensación de ejecutivos.

Los autores dejan presente que queda mucho trabajo por hacer en todas estas áreas.