AAG2907

TESIS
IF2004
S35

CARACAS UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

LAS JUNTAS DIRECTIVAS EN EMPRESAS Y SU IMPACTO EN EL DESEMPEÑO FINANCIERO.

GISELLE ANDREA SALAZAR MISSLIN. CI: 81.773.019
PROFESOR: GONZÁLO BELLO

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO
PARA OPTAR AL TÍTULO DE
ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS
MENCIÓN FINANZAS INTERNACIONALES

NOVIEMBRE 2004

INDICE

I.- INTRODUCCIÓN **2**

II.- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA **3**

III.- OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN **4**

IV.- MARCO METODOLÓGICO **5**

DEFINICIÓN DEL MÉTODO DE INVESTIGACIÓN..... 5
DEFINICIÓN DE VARIABLES..... 5

V.- MARCO TEÓRICO O DE REFERENCIA **6**

COMPOSICIÓN DE LA JUNTA 6
CARACTERÍSTICAS DE LAS JUNTAS 8
INDEPENDENCIA Y AUTONOMÍA DE LAS JUNTAS DIRECTIVAS 10
COMPARACIÓN INTERNACIONAL 13

VI.- DESARROLLO DEL TRABAJO **19**

TEMA 1: GOBIERNO CORPORATIVO 19
TEMA 2: JUNTAS DIRECTIVAS CORPORATIVAS 21
TEMA 3: CARACTERÍSTICAS DE LAS JUNTAS DIRECTIVAS 23
COMPOSICIÓN DE LA JUNTA 23
INDEPENDENCIA Y AUTONOMÍA DE LA JUNTA 25
TAMAÑO DE LA JUNTA 28
ROTACIÓN DE LOS MIEMBROS 29
FRECUENCIA DE LA JUNTA 30
TEMA 4: GOBIERNO CORPORATIVO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS 31
BANCOS Y EMPRESAS 31
REGULACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO 33
EL GAP DEL GOBIERNO EN LA REGULACIÓN BANCARIA 35
TEMA 5: EXPERIENCIA EN ALGUNOS PAÍSES 38

VII.- CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES **44**

VII.- BIBLIOGRAFÍA..... **47**

INTRODUCCIÓN

La literatura sobre gobierno corporativo revela que no hay evidencia concluyente sobre cómo las características de las juntas directivas (composición, autonomía, tamaño, rotación de sus miembros y frecuencia) influyen en el desempeño financiero de las empresas. Sin embargo, se han identificado algunos atributos de las juntas que permiten determinar si existe evidencia empírica sobre la contribución de dichas características y el desempeño financiero de las empresas.

Este trabajo de investigación pretende, de acuerdo a las características de las Juntas Directivas antes mencionadas, analizar su impacto en el desempeño financiero de las empresas.

Adicionalmente, este trabajo permite hacer comparaciones con estudios de otros países e identificar las características óptimas de las juntas directivas que permitan mejorar el desempeño de las empresas.

De acuerdo con algunas investigaciones, los mecanismos de control externos son muy importantes para asegurar que los intereses entre los gerentes y los accionistas sean en la misma dirección. Los accionistas pequeños y diversificados son improbables que participen masivamente en los mercados financieros de países que fallan en proteger sus intereses.

Por otro lado, esta investigación presenta un análisis del sector financiero y el comportamiento de dichas características, de acuerdo a la Teoría del Gobierno Corporativo, en una Institución Financiera.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Hoy en día gran parte del continente ha tomado conciencia de la importancia que reviste el tema de Gobierno Corporativo en una economía globalizada.

A través de las acumulaciones contables, los gerentes tienen una gran discreción en la determinación de las verdaderas ganancias que reporta la empresa en un período dado; en consecuencia, la gerencia ejerce un control considerable sobre la oportunidad en el registro de los gastos reales y puede alterar el tiempo para el reconocimiento de los ingresos y gastos. Los números contables juegan un papel fundamental en materias como compensación gerencial, resultados operativos y decisiones de inversión. Se ha reportado que la combinación de la discreción de la gerencia para reportar ganancias en exceso y el efecto que estas ganancias tienen en su compensación, llevan a problemas potenciales de agencia los cuales deberían reducirse con la figura de las Juntas Directivas quienes están encargadas de monitorear a la gerencia para proteger los intereses de los accionistas.

Los inversionistas se preocupan porque no obtendrán su dinero de regreso. Este riesgo es la esencia del gobierno corporativo y la evidencia empírica muestra que hay grandes diferencias entre los mecanismos de gobierno corporativo alrededor del mundo.

El objetivo general en el estudio de gobierno corporativo es explicar cómo se desarrollan las diferentes estructuras corporativas y qué influencia tienen en los *stockholders*[1] de la corporación. Es importante saber cómo la estructura de gobierno corporativo influencia las relaciones entre la gerencia y los propietarios.

Las Juntas son el agente del propietario y su principal tarea es evaluar los resultados y el cumplimiento de las metas, es decir, cumplen una función estratégica, donde se plantean las políticas hacia el futuro, de acuerdo desempeño de la gerencia en el presente. El problema con las Juntas en la práctica es que los directores pueden negociar con la gerencia en formas que no se alinean con los intereses de los propietarios.

Con esta investigación se quiere determinar, de acuerdo a algunas características de las Juntas Directivas como: composición, autonomía, tamaño, rotación de sus miembros; la relación con el desempeño financiero de la empresa, tomando en cuenta la Teoría de Gobierno Corporativo.

---

[1] Stockholders: accionistas de la empresa.

OBJETIVO DEL TRABAJO:

En este trabajo de investigación se plantean los siguientes objetivos:

Explicar la Teoría de Gobierno Corporativo

Describir algunas características de las juntas directivas en empresas.

Analizar la relación y el impacto de las características de la junta directiva con el desempeño financiero de la empresa.

Esta investigación servirá para hacer comparaciones con estudios de otros países y permitirá identificar las características óptimas (tamaño, composición y autonomía) de las juntas directivas, que permitan mejorar el desempeño de las empresas, de manera de poder aplicarlos en nuestro país.

MARCO METODÓLOGICO:

Una vez definidos los objetivos, se especifican las etapas a seguir para el cumplimiento de los mismos.

Se realizará una revisión bibliográfica acerca de todas aquellas publicaciones referentes a las juntas directivas en empresas y su desempeño financiero.

Luego se describen algunas características de las juntas directivas, y de acuerdo a resultados obtenidos por investigadores, se analiza el impacto en el desempeño financiero de las empresas.

Finalmente, se analizan los resultados y se establecen las recomendaciones conclusiones de la investigación.

MARCO TEÓRICO O DE REFERENCIA:

La revisión bibliográfica realizada es de los siguientes autores:

COMPOSICIÓN DE LA JUNTA:

- OUTSIDE DIRECTORS, POLITICS, AND FIRM PERFORMANCE
  Anup Agrawal y Charles Knoeber . 1997

Un número considerable de directores externos posee experiencia en política o en la práctica privada de las leyes. En este trabajo se propone que tales directores poseen un rol político y se argumenta que ellos actúan, al menos parcialmente, para ayudar a sus firmas al impartir conocimientos acerca de los mecanismos que utilizan los gobiernos y más directamente, al lograr favores de los gobiernos o mediante la predicción de posibles acciones gubernamentales que pudiesen afectar a la empresa.

- GOVERNANCE AND BOARD OF DIRECTORS IN CLOSED-END INVESTMENT COMPANIES
  Larry Y. Dann, Diane Del Guercio y M. Megan Partch

En esta publicación se estudian las Juntas de Directores de las *"closed-end investments companies"*. Se analiza la composición de la Junta, su tamaño, la compensación de los directores, la estructura de capital y de la propiedad, y los *charter provisions* relacionados con gobierno, para la muestra de fondos seleccionada. Se prueba si la variación en la estructura de la Junta es consistente con los intereses de los accionistas, medida por la razón de gastos del fondo (fund's expense ratio), la cual se define como los gastos anuales divididos entre el total de activos netos bajo administración. El análisis se concentra en la independencia del director y la Junta.

- Appointments of Outsiders to Japanese Boards, Determinants and Implications for Managers.
  Steven N. Kaplan, Bernadette A. Minton. Journal of Financial Economics

Esta Publicación investiga los determinantes de la designación de directores externos- directores empleados previamente por bancos (directores bancarios) o por otras empresas no financieras (directores corporativos)- en las juntas directivas de grandes corporaciones no financieras japonesas. Estas designaciones se incrementan cuando hay un pobre desempeño de las acciones, y las de directores bancarios también se incrementan cuando la empresa sufre pérdidas.

- EARNINGS MANAGEMENT AND CORPORATE GOVERNANCE: THE ROLES OF THE BOARD AND THE AUDIT COMMITTEE
  Biao Xie, Wallance N. Davidson y Peter J. DaDalt

En esta publicación se examina el rol de la Junta de Directores, el Comité de Auditoría y el Comité Ejecutivo en prevenir *earnings management*. Se demuestra que la composición de una Junta en general y de un Comité de Auditoría más específicamente, está relacionada con la probabilidad de que la empresa pueda comprometerse en *earnings management*. Los miembros de la Junta y del Comité de Auditoría con backgrounds corporativos o financieros, están asociados con empresas que tienen acumulaciones discrecionales corrientes más pequeñas (smaller discretionary current accruals). La frecuencia de las reuniones de la Junta y del Comité de Auditoría está también asociada con niveles reducidos de *discretionary current accruals*. Se examina la relación entre *earnings management* y la estructura, background y composición de la Junta de Directores de una empresa, haciendo énfasis en el rol jugado por los directores externos; su background en corporaciones, finanzas o leyes; y su membresía en dos comités de Junta claves: el de Auditoría y el Ejecutivo.

- MANAGEMENT RETENTION FOLLOWING POOR PERFORMANCE: BOARD FAILURE OR MANAGEMENT ENTRENCHMENT
  Carolyn Carroll y John M. Griffith

Actuando a favor de los mejores intereses de los accionistas, la Junta de Directores debería remover a la alta gerencia cuando el desempeño de una empresa es pobre, no obstante, la evidencia empírica indica que algunas veces las Juntas reemplazan a la alta gerencia, y otras veces no. En esta publicación se examina un grupo de empresas con mal desempeño donde la Junta no remplaza la gerencia. Se investiga la razón por la cual los CEOs[2] no pierden su trabajo cuando su desempeño es malo (poorly performing management); se determina si el *costo* de reemplazo pesa más que los *beneficios* y si esta es la razón por la cual algunos gerentes no son reemplazados a pesar de su débil desempeño.

- CEO TENURE, BOARD COMPOSITION AND REGULATION
  Rick Geddes y Hrishikesh D. Vinod

En esta publicación se examinan: la relación entre el tamaño de la Junta y su composición, el tiempo de permanencia del CEO (CEO tenure) y la regulación. Se analizan varios efectos derivados de los incrementos de *outsiders* en la Junta de Directores y se hacen pruebas para los cambios de la proporción del *CEO tenure*, considerando el tamaño de la empresa y la edad del CEO. Se utiliza la regulación financiera y de servicios públicos / comunicaciones (utility regulation) para examinar el efecto de la regulación en la

[2] CEO (Chief Executive Officer) Presidente ejecutivo de la Empresa.

permanencia (tenure). Finalmente, se discuten los efectos de un número de variables, particularmente de la regulación, sobre la proporción de los *outsiders*.

- Affiliated Directors: Puppets of Management or Effective Directors?
  April Klein. January, 1998

Esta publicación estudia cuatro hipótesis relacionadas con los diferentes tipos de Directores y el impacto que tienen en el desempeño de la Empresa. Se presenta evidencia empírica y teórica de que la mayoría de los Directores afiliados están en las Juntas Directivas para satisfacer necesidades estratégicas y específicas de la Empresa.

CARACTERÍSTICAS DE LAS JUNTAS DIRECTIVAS:

- Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value
  David A. Carter, Betty J. Simkins, and W. Gary Simpson
  Social Science Research Network

Este estudio examina la relación entre la diversidad en las juntas directivas y el valor de las empresas para empresas en el Fortune 1000. La diversidad de las juntas directivas se define como el porcentaje de mujeres, afro-americanos, asiáticos e hispanos que la componen. Esta investigación es importante porque presenta la primera evidencia empírica que examina si la diversidad en una junta directiva esta asociada con un mayor valor financiero.

- Financial Distress and Corporate Governance: An Empirical Analysis. *Fathi Elloumi, Jean Pierre Gueyie.* Corporate Governance Bradford 2001.

En este trabajo se relacionan algunas de las características del gobierno corporativo como la composición de la junta directiva, tamaño de la junta directiva, relación de directores externos en relación con el número total de miembros de la junta directiva, dualidad en el puesto del CEO y la composición del comité de auditoria con la tensión financiera, para una muestra de firmas Canadienses. El resultado de un análisis de regresión, hecho con 46 firmas que presentan tensión financiera, pero que aun no han llegado a la condición de la bancarrota, y 46 firmas sanas, conduce a la conclusión de que la composición de la junta directiva explica la tensión financiera.

- "Too Busy To Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments"
  Stephen P. Ferris, Murali Jagannathan, and A.C. Pritchard

Social Science Research Network

En este trabajo se examina el número de juntas directivas en las que participan los directores corporativos. Se observa que los directores que sirven en compañías y Juntas más grandes tienen mayor probabilidad de atraer puestos de directores.

- Corporate Governance and Corporate Failure: A Survival Analysis.
  Susan Parker, Gary Peters, Howard Turetsky
  Corporate Governance Bradford 2002.

Este estudio investiga la asociación de varios atributos del gobierno corporativo y características financieras de empresas con tensión financiera. Se examina cuáles son los atributos del gobierno corporativo que diferencia a las firmas con tensión financiera que consecuentemente fallan de aquellas que se recuperan. También se caracteriza el ambiente del gobierno corporativo, evaluando si la rotación de los "insider", la participación de los acreedores y la estructura de los dueños, están asociadas a la supervivencia de una firma con tensión financiera.

- International Corporate Governance and Corporate Cash Holding.
  Amy Dittmar, Jan Mahrt-Smith, Henri Servaes
  Journal of Financial and Quantitative Analysis

Los problemas de agencia son un determinante importante del efectivo que mantienen las empresas. Para una muestra de mas de 11.000 empresas de 45 países, se encontró que las empresas en países en los cuales los derechos de los accionistas no están bien protegidos, mantienen hasta el doble de efectivo, que las empresas que se encuentran en países en las cuales los derechos de los accionistas están bien protegidos. Adicionalmente, cuando no existe una buena protección, algunos factores que generalmente hacen necesario mantener efectivo, como las oportunidades de inversión y la asimetría de la información, se vuelven menos importantes. Estos resultados son más firmes después de controlar el desarrollo de los mercados de capitales. De hecho, consistente con la hipótesis de los costos de agencia, se encontró que las empresas mantienen más efectivo cuanto más fácil es el acceso a los fondos. La evidencia es consistente con la conjetura de que los inversionistas en los países con poca protección para los accionistas no pueden forzar a la gerencia a distribuir los balances excesivos de efectivo.

- Additions to Corporate Boards: Does Gender Matter?
  Kathleen A. Farrell, Philip L. Hersch
  Social Science Research Network

Esta publicación examina los factores que determinan que una empresa añada una mujer a su junta directiva. Utilizando *panel data* para una muestra de empresas públicas de gran tamaño, desde 1990 a 1999, se encontró que la probabilidad de que se añada una mujer a la junta directiva en un año determinado está inversamente relacionada con el número de mujeres directores que ya formen parte de la junta directiva. Esto hace evidente que el sexo de la persona es un factor determinante en las decisiones de contratación de la junta directiva. Sin embargo, la evidencia es mixta en cuanto a si el sexo del candidato disminuyó su importancia como factor de decisión en los últimos años de la década de los 90. Finalmente, los resultados sugieren que el incremento en la participación de mujeres en las juntas directivas durante la década pasada, se debió a una mayor demanda de diversidad, en lugar de a un simple incremento en el grupo de mujeres calificadas para ser candidatas a las juntas directivas.

- Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression.

  Clifford G. Holderness, Randall S. Kroszner y Dennis P. Sheehan.
  The Journal of Finance.

En el trabajo se encontró que la propiedad de las empresas públicas por parte de los directores internos y gerentes es mayor en promedio hoy que a principios de siglo XX. La propiedad por parte de los que dirigen la empresa ha aumentado de un 13 porciento de un universo de corporaciones listadas en la bolsa de valores en 1935 a un 21 porciento en 1995. Se examinó en detalle la robustez del incremento y se exploraron las hipótesis que los explican. Una mayor propiedad de los gerentes no ha sido sustituida por mecanismos alternativos de gobierno corporativo. La baja volatilidad y unas mayores oportunidades de cobertura de riesgo asociadas al desarrollo de los mercados financieros en los últimos años parecen ser factores importantes que explican el incremento de la propiedad de los gerentes en las corporaciones.

INDEPENDENCIA Y AUTONOMÍA DE LAS JUNTAS DIRECTIVAS:

- Developing Reflexive Corporate Leadership: The role of the non Executive Director.
  Ruth Barratt, Nada Korac-Kakabadse. Journal of Corporate Governance.

Las corporaciones necesitan adoptar modelos de gobierno corporativo que sean más "holísticos" en sus características, pluralistas para que representen diferentes intereses,

igualitarios en el tratamiento de los inversionistas y esencialmente más colaboradores en su forma de operación.

Específicamente, los directores no ejecutivos (NED) son cruciales para soportar un cambio importante. La habilidad de los NED para atravesar el límite entre las necesidades y requerimientos de supervivencia de la empresa plantea un desafío único del desarrollo de la gerencia. Los NED pueden basar su función en promover el comportamiento social de la corporación.

- Board Independence and Long Term Firm performance.
  Sanjai Bhagat and Bernard Black. Standford Law School. February 2000.

Se estudió la relación entre la independencia de la junta directiva y el desempeño de largo plazo, para grandes empresas Americanas. Se encontró evidencia acerca de la tendencia de las empresas a incrementar la independencia de la junta directiva como respuesta a un período de bajo rendimiento financiero, sin embargo no se puede demostrar que esta estrategia, basada en un alto nivel de independencia de la firma, sea una buena estrategia para tener un alto rendimiento financiero.

- New Evidence on The Market for Directors: Membership and Pennsylvania Senate Bill 1310.
  Jeffrey L. Coles y Chun-Keung Hoy. The Journal of Finance. Feb. 2003.

En este trabajo se examinó la relación entre la decisión de las juntas directivas de rechazar provisiones anti-takeover[3] aprobadas como proyecto de ley por el Senado del Estado de Pennsylvania (Bill 1310) y las subsecuentes oportunidades en el mercado de trabajo para aquellos miembros de junta. Comparado con los directores que retuvieron todas las provisiones, los directores que rechazaron todas las provisiones de protección aprobadas por el legislativo (SB1310) tienen tres veces más probabilidades de obtener un puesto en una nueva junta directiva (externa) y es treinta porciento más probable que conserven su puesto en la junta directiva original (interna). Para los puestos de junta directiva externos, los resultados son conducidos por directores no ejecutivos quienes no son miembros del equipo gerencial; para los puestos internos de junta directiva, los resultados son manejados por directores ejecutivos.

- Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective.
  Mark R. Huson, Robert Parrino y Laura T. Starks.

[3] Takeover: Una parten externa a la empresa toma el control de la misma. Puede ser a través de fusiones, toma de posesión hostil, ofertas amistosas o debates de poder.

The Journal of Finance. Dec. 2001.

En este trabajo se estudió el reemplazo de presidentes de empresas (CEO) durante el período de 1971 a 1994. Encontraron que la actividad y los mecanismos de reemplazo del CEO han cambiado con el tiempo. La frecuencia de reemplazo forzado del CEO y la posterior designación de un CEO externo se han incrementado. Sin embargo, la relación entre la probabilidad de reemplazo forzado del CEO y el desempeño de la empresa no ha cambiado significativamente en el período examinado, a pesar de los cambios sustanciales en los mecanismos internos de gobierno corporativo. La evidencia también indica que los cambios en la intensidad en el mercado de takeover no están asociados con cambios en la sensibilidad en el reemplazo del CEO debido al desempeño de la empresa.

- CEO Invlovement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis.
  Anil Shivdasani y David Yermack. The Journal of Finance. Oct. 1999.

En el trabajo de estudió si la participación del presidente de una corporación influye en la naturaleza de las designaciones de miembros de la junta directiva. Encontraron que cuando el presidente pertenece al comité de nominaciones ó si no existe tal comité, las empresas designan menos directores externos (independientes), nombrando en su lugar más directores externos "gray" (que tienen algún vínculo con la corporación o con su presidente) que tienen conflictos de interés.

- Board Independence and Audit Firm Type.
  Mark Beasley, Kathy Petroni. Social Science Review Network

Esta publicación investiga el rol de los miembros externos de la junta directiva en la elección de los auditores externos en las empresas de seguro. Consistente con la hipótesis planteada, derivada de las teorías de gobierno corporativo y calidad de auditoría, se encontró que la probabilidad de que una empresa aseguradora contrate una firma reconocida de auditores especializada en la industria aseguradora, se incrementa en la medida en que los miembros de la junta directiva son considerados externos. No se encontró relación alguna entre la composición de la junta directiva y la elección en la contratación de una firma auditora reconocida no especializada, y una firma auditora no reconocida.

- BOARDS OF DIRECTORS, OWNERSHIP, AND REGULATION
  James R. Booth, Marcia Millon Cornett y Hassan Tehranian
  Journal of Banking and Finance 26 (2002) 1973-1996

En el trabajo se examina si la regulación puede ser usada para sustituir los mecanismos internos de monitoreo (porcentaje de directores externos, acciones comunes en manos de funcionarios y directores, y dualidad Presidente de Empresa/Junta Directiva) en el control de los conflictos de agencia en una compañía. Se encuentra que, en general, el porcentaje de directores externos está negativamente relacionado con la tenencia de acciones por funcionarios y directores, pero no está afectado por la dualidad Presidente de Empresa/Junta. La dualidad Presidente de Empresa/Junta, sin embargo, es menor cuando aumenta la tenencia de acciones de funcionarios y directores. Encontraron que estos mecanismos internos de monitoreo están significativamente menos relacionados con las empresas reguladas (bancos y servicios públicos). Concluyen que, en tanto las regulaciones reducen el impacto de las decisiones gerenciales en el patrimonio de los accionistas, el monitoreo efectivo interno de los gerentes se hace menos importante para controlar los conflictos de agencia.

- "The Consequences of Forced CEO Succession for Outside Directors"
  Kathleen A. Farrell, David A. Whidbee
  The Journal of Business, Chicago 73 (Oct 2000) 597-627

El objetivo de esta publicación es determinar que hay un incremento en la rotación de Directores externos luego de la rotación del CEO de la Compañía; especialmente aquellos Directores que están alineados con el CEO anterior, aquellos que poseen pocas acciones comunes y aquellos que toman decisiones erradas de reemplazo del CEO. Adicionalmente, los resultados sugieren que los Directores que permanecen en las Juntas, tienen más posibilidad de adquirir nuevas posiciones directivas y los Directores externos que no están alineados con el CEO y que poseen un porcentaje grande de acciones, se benefician cuando reemplazan a un CEO con bajo nivel de desempeño, por uno que mejora el desempeño de la Compañía.

- Corporate Governance and Board Effectiveness
  Kose John y Lemma W. Senbet. Journal of Banking and Finance. 1990.

Este trabajo resume la literatura empírica y teórica existente de los mecanismos de gobierno corporativo. Se enfocaron en los mecanismos internos de gobierno corporativo (ej. Juntas Directivas) y su rol en mejorar varios tipos de problemas de agencia que surgen a partir de conflictos de intereses entre directivos y accionistas, accionistas y acreedores, y contribuidores de capital y otros "stakeholders" de la empresa. También se examinó el

efecto de sustitución entre los mecanismos internos de gobierno corporativo y los mecanismos externos, particularmente los mercados de control corporativo.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL:

- ENTRENCHMENT AND SEVERANCE PAY IN OPTIMAL GOVERNANCE STRUCTURE
  Andrés Almazan y Javier Suarez. Journal of Finance (2003) *forthcoming*

En esta publicación se estudia cómo se puede motivar a un CEO a tomar acciones que mejoren las políticas de la empresa sobre cambios en la alta gerencia. Estos factores que llevan al CEO a tomar dichas medidas están relacionados con la existencia y el tamaño de los bonos de despido *(severance pay)* y de la influencia que dicho CEO tenga sobre la Junta Directiva con respecto a su propio despido *(entrenchment)*[4]. Los autores demuestran que ambos efectos se pueden ajustar para diseñar políticas óptimas de gobierno corporativo.

- CORPORATE GOVERNANCE IN BANKING: A CONCEPTUAL FRAMEWORK
  Penny Ciancanelli y José Antonio Reyes González
  Social Science Research Network Electronic Paper Collection

Los estudios empíricos de gobierno corporativo asumen que los bancos conforman el concepto de empresa usado en la "*Teoría de la Agencia*". El objetivo de esta publicación es demostrar las limitaciones de dicha presunción y proponer un marco conceptual alternativo más adecuado al análisis de los bancos. Se trata de una publicación totalmente teórico, por ello este resumen se encuentra dividido en las diferentes secciones que lo conforman.

- BOARD STRUCTURE IN THE UK AND GERMANY: CONVERGENCE OR CONTINUING DIVERGENCE?
  Paul Davies (London School of Economics & Political Science (LSE) – Dep. Of Law). SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK (SSRN) – 2001

En este trabajo se presenta un estudio comparativo entre las estructuras de las juntas directivas del Reino Unido y Alemania. En el análisis se toma en cuenta el marco legal de Alemania que hace necesaria la existencia de las funciones de gobierno corporativo divididas entre una Junta Directiva Supervisora y una Junta Directiva Gerencial, así como también la representación de los trabajadores en la Junta Directiva de manera obligatoria. De manera contraria, el marco legal británico no establece ninguna regla obligatoria al

[4] Entrechment: Tendencia del CEO a permanecer por un largo período de tiempo ocupando esa misma posición. Una permanencia prolongada puede ser señal de un control excesivo por parte del CEO y falta de seguimiento por parte de la Junta Directiva.

respecto, pero es lo suficientemente flexible como para permitir una aproximación al modelo alemán.

- OWNERSHIP AND CONTROL OF GERMAN CORPORATIONS (PROPIEDAD Y CONTROL DE LAS CORPORACIONES ALEMANAS)
  Julian *Franks (London Business School) & Colin Mayer (University of Oxford)*
  The Review of Financial Studies / V14 N4 2001

En un estudio de la propiedad de corporaciones alemanas se encontró una fuerte relación entre la reorganización de la Junta (board turnover) y el desempeño corporativo, una pequeña asociación de concentraciones de propiedad con disciplina gerencial, y solo una evidencia limitada de que la estructura piramidal puede ser usada para propósitos de control. La relación de propiedad para controlar en Alemania es similar a la del Reino Unido y los Estados Unidos, sin embargo hay marcadas diferencias en las relaciones dinámicas que envuelven transferencias de propiedad. Existe un mercado activo para bloques de acciones (share blocks) debido a crecientes cambios en control, pero las ganancias se limitan y acumulan solamente para los propietarios de grandes bloques, no para los inversionistas minoritarios. Se provee evidencia de los bajos beneficios (low overall benefits) para controlar cambios y la explotación de los beneficios privados de control.

- A Contractual Approach to the Regulation of Corporate Director's Fiduciary Duties.
  Maria Gutierrez. Working Paper N° 0013. October 2001.

Las corporaciones Americanas tradicionales establecen que los negocios y asuntos de la corporación deben ser gerenciados por la junta directiva, quienes actúan como fiduciarios de la corporación. El objetivo de este trabajo es explicar la lógica económica subyacente a la regulación de las responsabilidades fiduciarias de los directores corporativos, haciendo énfasis especial en las consecuencias de adoptar medidas de protección para los directores, tales como, la indemnización y el seguro de responsabilidad.

En este trabajo, las responsabilidades fiduciarias de los directores corporativos se definen como las responsabilidades que tienen los directores hacia los accionistas. Se analiza el proceso regulatorio de las obligaciones fiduciarias, cómo las diferentes normas cambian los incentivos para iniciar un procedimiento legal. Se estudia la regulación de las diferentes medidas de protección que los accionistas pueden adoptar para proteger a los directores de sanciones por el incumplimiento de sus obligaciones fiduciarias.

- Investor Protection and Corporate Governance.
  Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert

Vishny. Journal of Fiancial Economics (2000).

Un elemento común para tratar de explicar las diferencias que existen entre diferentes países, en cuanto a la concentración de la propiedad en empresas públicas, es cómo los inversionistas, accionistas y acreedores, están protegidos por la ley de la expropiación por parte de gerentes y accionistas que controlan la empresa.

En este trabajo se describen las diferencias en las leyes y la efectividad de las mismas; se discute el origen posible de estas diferencias, resume sus consecuencias y provee estrategias potenciales para reformar el gobierno corporativo. Se argumenta que los aspectos legales representan una forma muy útil para entender el gobierno corporativo.

- Governance with poor investor protection: evidence from Top Executive turnover in Italy
  Paolo F. Volpin
  Journal of Financial Economics (2002)

Esta publicación estudia los determinantes de la rotación ejecutiva y valoración de la empresa como una función de propiedad y control de la estructura de la compañía en Italia; un país que se caracteriza por un bajo nivel de protección legal para los inversionistas, compañías con accionistas que poseen el control accionario y grupos piramidales. Los resultados sugieren que hay un bajo nivel de gobernabilidad, medido por la baja sensibilidad de la rotación con respecto al desempeño y por el bajo "Q Ratio" cuando: los accionistas mayoritarios también son altos ejecutivos; el control está en las manos de un solo accionista y cuando los accionistas mayoritarios poseen menos del 50% de los derechos de flujo de caja de la compañía.

- CORPORATE GOVERNANCE POLICY AND COMPANY PERFORMANCE: THE PORTUGUESE CASE
  Carlos Alves y Victor Mendes

En esta publicación se analiza la relación entre el nivel de cumplimiento de las recomendaciones emitidas por la *Comissao do Mercado de Valores Mobiliarios –Portuguese Securities Market Commission–* (CMVN*) y los retornos anormales de las compañías públicas. El propósito del estudio es investigar si las compañías que cumplen con las recomendaciones de gobierno corporativo de la CMVN se distinguen de otras compañías que presentan bajos niveles de cumplimiento.

(*) Ente responsable por la supervisión y regulación del mercado de valores portugués.

- "Code of Best Practice for Corporate Governance"
  Committee on Corporate Governance - Korea
  Corea – September 1999

Este código fue desarrollado por un comité no-gubernamental constituido en Corea en el año 1999. Además de la creación del Código, el comité procura mejorar las estructuras de gobierno corporativo en Corea, a la luz de un entorno económico más abierto y global. Con este código se pretende maximizar el valor de las corporaciones mediante el incremento de la transparencia y eficiencia de la gerencia.

- INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE
  Diane Denis y John McConnell (Purdue University)
  SOCIAL SCIENCE RESEARCH NETWORK (SSRN) – EUROPEAN CORPORATE. 2003

Este trabajo resume dos generaciones de investigaciones en Sistemas de Gobierno Corporativo alrededor del mundo, concentrándose en países distintos a los Estados Unidos. La primera generación examina los mecanismos de gobierno corporativo sobre una base individual de cada país, mientras que la segunda generación examina el impacto que tienen las diferencias en el entorno legal de cada uno de los países sobre los sistemas de gobierno corporativo que prevalecen en ellos, sus estructuras y eficiencias.

- IS CORPORATE GOVERNANCE INEFFECTIVE IN EMERGING MARKETS?
  Michael S. Gibson (1999)
  JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS. (2003)

En este estudio se comprueba si el Gobierno Corporativo es ineficiente en los mercados emergentes, mediante la estimación del vínculo entre la rotación de Presidentes Ejecutivos (CEO) y el desempeño de la firma, para un total de 1200 empresas pertenecientes a los mercados emergentes. El trabajo se centra en una consecuencia del Gobierno Corporativo: ¿Los gerentes con actuaciones pobres son reemplazados?

Este estudio arroja dos resultados: 1° Los CEOs de mercados emergentes son generalmente despedidos cuando sus empresa se desempeñan de manera pobre, lo cual sugiere que el gobierno corporativo no es inefectivo en tales mercados. La magnitud de esta relación es sorprendentemente similar a la encontrada por Kaplan (1994) en los EE.UU. 2° Al considerar aparte las firmas que poseen un gran accionista doméstico, no se presenta vínculo alguno entre rotación de CEOs y el desempeño de las firmas.

- Board Governance and Company Performance: any correlations?
  Nada Korac-Kakabadse, Andrew K. Kakabadse, Alexander Kouzmin
  Corporate Governance, Bradford 2001

Las investigaciones sugieren que hay una gran percepción de que las Corporaciones son ante todo entidades sociales que responden a elementos sociales y que el rol del Gobierno

Corporativo es entender y dirigir adecuadamente el interés de esos elementos sociales y políticos. Una revisión de las investigaciones y estudios sobre la contribución del Gobierno Corporativo en el desempeño de la Empresa revela que no hay evidencia concluyente de dicha contribución. Por otra parte, indican la necesidad de un criterio de desempeño y la adopción de un modelo político de Gobierno Corporativo para facilitar las responsabilidades externas de las Corporación.

TEMA 1: GOBIERNO CORPORATIVO

El concepto de Gobierno Corporativo ha evolucionado para dejar de ser un instrumento exclusivo de protección a los accionistas minoritarios, convirtiéndose en una herramienta gerencial fundamental para la competitividad.

Es claro que los empresarios no pueden mantener el viejo estilo de Gobierno Corporativo después de los escándalos en grandes empresas como Enron, Tyco, WorldCom y otras.

La teoría del gobierno corporativo se origina de dos fuentes principales:

1) Teoría de los Derechos de Propiedad: El problema en este caso es cómo asignar costos y recompensas entre los participantes de un riesgo dado. Esta asignación generalmente es determinada por el diseño e implementación de contratos.

2) Teoría de la Agencia: El gerente es llamado el agente, y el propietario es llamado el principal. Esta teoría echa abajo el supuesto de que los intereses del gerente están alineados totalmente con los intereses de los propietarios. Dentro de este marco, los gerentes persiguen su propio interés y en consecuencia, los principales deben incurrir en costos para asegurarse de que su riqueza está siendo maximizada.

El objetivo general es explicar cómo se desarrollan las diferentes estructuras y qué influencia tienen sobre los accionistas corporativos.

"*Fama y Jensen (1983)*" establecen que cuando las empresas crecen hay una separación natural entre los propietarios y los gerentes. Las dos funciones son interdependientes, pero los procesos de toma de decisiones están separados. Argumentan que esta separación es eficiente por el acceso a la información, estando los gerentes mejor informados acerca de las oportunidades de inversión, motivo por el cual los propietarios tienden a aprobar estas propuestas de inversión de manera de alinear sus intereses con las decisiones.

"*Jensen (1993)*" encontró que las mejoras en las estructuras de gobierno corporativo suelen aumentar los mecanismos de control interno. También argumenta que el mercado de control corporativo y otros mecanismos de monitoreo externo como los

procesos políticos regulatorios, actúan en conjunto con los mecanismos de monitoreo interno para controlar los costos de agencia.

El papel de evaluación y control de la junta directiva en una empresa es un componente muy importante del Gobierno Corporativo. La teoría dice que la junta directiva realiza la función de evaluar resultados y planificar estrategias en beneficio de los "stockholders", debido a que estos por si solos tienen dificultades para ejercer control como consecuencia de la amplia dispersión accionaria existente en grandes corporaciones.

"Gilson (1989") proporcionó evidencia empírica que soporta la teoría que establece que si un gerente posee una buena trayectoria, su valor en el mercado de directores se incrementa, sin embargo, si un gerente ha tenido un desempeño pobre, su valor en el mercado de directores disminuye.

TEMA 2: JUNTAS DIRECTIVAS CORPORATIVAS:

Las Juntas son el agente del propietario y su principal tarea es evaluar los resultados y el cumplimiento de las metas, es decir, cumplen una función estratégica, donde se plantean las políticas hacia el futuro, de acuerdo con el desempeño de la gerencia en el presente. Los miembros de la junta poseen un valor de mercado, el cual ponen en riego con su desempeño.

Se han identificado cuatro atributos de las juntas directivas:

1. *Composición:* tamaño de la junta, mezcla demográfica de los directores (internos/externos, hombres/mujeres, locales/extranjeros) y el grado de afiliación que tienen los directores con la empresa. (Zahra y Pearce, 1989; Massen, 1999).
2. *Características:* abarcan los antecedentes de los directores (experiencia, ejercicio, independencia, propiedad accionaria y otras variables que pueden influenciar sus intereses y desempeño) (Hambrick, 1987; Zahra y Pearce, 1989).
3. *Estructura*: tiene que ver con la organización de la junta, el rol de las Juntas subsidiarias, comités, liderazgo y flujo de información (Massen, 1999).
4. *Procesos:* actividades de toma de decisiones, estilos de juntas, frecuencia y duración de las reuniones, la formalidad de los procedimientos y la cultura de evaluación del desempeño de los directores (Vence, 1983; Pettigrew, 1992).

Hirshleifer y Thakor (1994) desarrollaron un modelo en el cual, la junta directiva representa un mecanismo de control interno para el comportamiento de los gerentes y el mercado de *takeovers* actúa como un mecanismo de control externo. Los *takeovers* vienen a jugar un papel importante en el reemplazo de gerentes ineficientes cuando la junta directiva no es capaz de imponer disciplina.

Otro aspecto que ha sido estudiado es la relación que existe entre el nivel de participación que tienen los integrantes de la junta directiva y el nivel de desempeño de la empresa.

La Teoría de la Agencia provee al menos tres razones para que existan estas Juntas:

1) La existencia de mercados bien funcionados para las Juntas de Directores desean, en alguna extensión, prevenir negociaciones internas indeseables cuando la reputación es un activo valioso.

2) La existencia de un mercado de takeover activo prevendrá las actividades que reduzcan la riqueza debido a la negociación interna entre los miembros de la Junta y la gerencia. La Junta de Directores representa un mecanismo de control interno y el mercado de takeover un mecanismo de control externo para el comportamiento gerencial.

3) Compensación de la Junta. Los paquetes salariales diseñados pueden ser usados para alinear los intereses de los directores con los de los accionistas. Las Juntas de Directores están usualmente sujetas a salarios basados en el desempeño, de la misma forma que los equipos gerenciales. Los paquetes de compensación de la Junta son diseñados con el propósito específico de reducir el costo de agencia corporativo.

En conclusión, asuntos de reputación, posibilidades de tomas hostiles de control y diseños de compensación ayudarán a asegurar que los miembros de la Junta Directiva deseen estar totalmente alineados con los accionistas en el monitoreo de la gerencia.

TEMA 3: CARACTERÍSTICAS DE LAS JUNTAS DIRECTIVAS

Composición de la Junta Directiva:

Los miembros de la Junta Directiva se clasifican de acuerdo a su relación con la empresa en: internos, si el informe anual muestra que son empleados por la empresa; afiliados externos[5] *("grays")*, si tienen alguna relación con la empresa o sus ejecutivos (ex empleados, consultores, abogados, asesores financieros, parientes del CEO, o quienes estén envueltos en direcciones entrelazadas); y externos independientes, si su relación con la empresa o con sus ejecutivos es solo a través de la Junta Directiva. La composición de la Junta se refiere a la proporción de directores externos en la misma.

La Junta es frecuentemente usada para evaluar propuestas como parte del proceso de selección del CEO. Los miembros internos de la Junta, quienes pudieran ser muy amigos de un CEO luego de una larga carrera, son menos probables a retarlo o removerlo. Esta labor típicamente recae sobre los directores externos. Debido a lo anterior, el debate de gobierno se ha enfocado sobre si los directores externos son más efectivos que los internos en mitigar el conflicto de agencia entre los propietarios de las empresas y sus gerentes designados, y en consecuencia, sobre la composición de la Junta. Con relación a ello, existen dos hipótesis opuestas sobre la importancia de la composición de la Junta:

a. **"Outsider Effectiveness"**, la cual sostiene que debido a la reputación, la propiedad del patrimonio y a una relación menos personal con el CEO, los directores externos son poco probables a caer bajo el dominio de la gerencia. Utilizando mecanismos de control gerencial, tales como incentivos en la compensación y remoción del CEO, los directores externos pueden evaluar más efectivamente el desempeño la gerencia.
b. **"Managerial Hegemony"**, la cual sostiene que los gerentes de alto nivel son capaces de dominar la Junta Directiva debido a : (1) prejuicios en el proceso de nominación y selección de los directores externos, (2) limitaciones en la habilidad de los directores externos para evaluar a la gerencia, y (3) incentivos débiles de los directores externos para evaluar.

Los directores externos presentan alguna autonomía de la alta gerencia de la empresa (de hecho, la autonomía se mide principalmente con el porcentaje de directores externos).

[5] Ex empleados, parientes del CEO o personas que tienen muy buenas relaciones de negocios con la empresa.

Por otro lado, la incidencia de los directores con experiencia en política y leyes está positivamente relacionada con la importancia que tiene el gobierno como cliente y los costos de regulación ambiental, por lo que las empresas, en las cuales la política es importante, las juntas son de mayor tamaño y poseen mayoría de directores externos. A pesar de que la política afecta el rendimiento de las empresas, este aspecto no explica la relación negativa entre el desempeño de la empresa y el tamaño y composición de la junta (*Agrawal y Knoeber).*

En cuanto a la relación de la composición de las Juntas Directiva con el desempeño podemos decir que la mayoría de los Directores afiliados están en las Juntas Directivas para satisfacer necesidades estratégicas y específicas de la Empresa. Para el análisis se clasifican los Directores de acuerdo a su relación con la Empresa: Internos, Afiliados (ex empleados, parientes del CEO o personas que tienen muy buenas relaciones de negocios con la Empresa) y Externos. Por lo que la composición de las Juntas responde a necesidades de conocimiento, evaluación y es susceptible al grado de poder que tiene el CEO sobre la selección de la Junta. Por otro lado, las consecuencias de las variaciones en la composición de las Juntas Directivas por tipo de director en el desempeño de la Empresa y los resultados no influyen en el desempeño de la Empresa. Esto nos indica que generalmente las Juntas son conformadas racionalmente de acuerdo a la teoría de los Costos de Agencia, Necesidades de Información y Dependencia de Recursos (*Klein).*

Investigadores, en su estudio examinaron directamente la relación entre la composición de la Junta Directiva con el rendimiento financiero de la empresa. Las variables financieras que se utilizaron en este estudio fueron: Tobin's Q[6], retorno sobre activos, retorno sobre el precio de las acciones (ajustado por mercado), relación entre ventas y activos. Los resultados sugieren que las empresas no alcanzan a mejorar su desempeño como resultado de un cambio en la composición de la Junta Directiva (*Bahgat y Black)*

Carter, Simkins y Simpson, estudiaron la relación entre la diversidad en las Juntas Directivas y el valor de las empresas, para un grupo de empresas seleccionadas de Fortune 1000. Ellos definieron la diversidad de las Juntas Directivas como el porcentaje de mujeres y minorías étnicas (afro-americanos, asiáticos e hispanos) en las Juntas Directivas y midieron el valor de la empresa por Tobin's Q. Encontraron entre otros resultados

[6] Tobins Q= (Valor de mercado de los Activos/Costos de reposición de Activos). Variable utilizada por Yermarck (1996) como indicador del valor de mercado de una empresa.

importantes, que las empresas con dos o más mujeres como directores tienen mayores activos, las Juntas son más grandes, tienen más asambleas durante el año, existe una mayor proporción de directores pertenecientes a las minorías y su desempeño es superior. Adicionalmente encontraron que las empresas que no tienen mujeres en sus Juntas Directivas tienen más directores externos, las empresas más grandes y con más directores tienen mayor probabilidad de tener mujeres y miembros de las minorías como directores. Al parecer existe una estrecha relación entre el porcentaje de mujeres y el de minorías en las Juntas Directivas, lo cual sugiere un esfuerzo concertado por parte de las empresas para tener Juntas Directivas más diversas. También se encontró una relación negativa entre el porcentaje de directores internos y la presencia de mujeres y minorías.

En este mismo sentido, *(Farrel y Hersch),* examinaron los factores que determinan que una empresa incluya a una mujer en su Junta Directiva. Determinaron que la probabilidad de que se incluya a una mujer a la Junta Directiva en un año determinado está inversamente relacionada con el número de mujeres directores que ya formen parte de la Junta Directiva. Adicionalmente, esta probabilidad aumenta sustancialmente cuando una mujer deja la Junta Directiva comparado con el caso en que un director externo masculino lo hace, lo cual evidencia que el sexo de una persona es un factor determinante en las decisiones de contratación de la Junta Directiva. Finalmente, los resultados de este estudio sugieren que el incremento en la participación de mujeres en las Juntas Directivas durante la década pasada se debió a una mayor demanda de diversidad en lugar a un simple incremento en el grupo de mujeres calificadas para ser candidatas a las Juntas Directivas.

También podemos afirmar que los efectos de la composición de la Junta Directiva, los incentivos directos y la propiedad por parte de la alta gerencia sobre el desempeño de la empresa no tienen relación aparente entre la composición de una junta directiva y el desempeño de la empresa, ya que ha sido imposible encontrar evidencias de desempeño versus composición de la junta. Adicionalmente se encontró que a bajos niveles de propiedad accionaria por parte de la alta gerencia (uno por ciento), el desempeño corporativo mejora con el incremento de la propiedad. Con niveles de propiedad mayores al uno por ciento, el desempeño corporativo empeora con el incremento de la propiedad *(Hermalin y Weisbach).*

Independencia y Autonomía de la Junta Directiva:

La independencia y autonomía de la junta directiva se considera que es consecuencia directa de la proporción de directores externos que participan en ésta. También es un indicador de su independencia y autonomía el hecho de que el presidente de la junta directiva sea distinto al presidente ejecutivo. En general, se considera como directores externos a aquellos que no pertenecen a la gerencia de la empresa ni tienen vínculos con ésta, y directores internos a aquellos que pertenecen a la gerencia o tienen estrechos vínculos con la empresa. Algunos investigadores incluyen una tercera categoría, la de los directores "grises", que son los que se encuentran en una posición intermedia entre los directores externos e internos.

La independencia se considera importante debido a que la disposición de los directores a evaluar a la gerencia se incrementa al ser los primeros independientes. La importancia de los directores externos y de evitar la dualidad entre presidente ejecutivo y presidente de la junta directiva, para limitar la discrecionalidad gerencial y su efecto sobre el patrimonio de los accionistas, han sido objeto de amplia investigación.

En general, la independencia y autonomía de la Junta constituyen variables independientes que están fuertemente relacionadas con el desempeño financiero de la empresa inclusive, antes, durante y después de períodos de tensión financiera o bajo desempeño financiero.

En las investigaciones existe diversidad de opiniones, por ejemplo, *(Hermalin y Weisback)* encontraron que no hay relación entre el desempeño de la empresa y la fracción de directores externos; sin embargo, esta conclusión no es soportada por el estudio presentado por (*Baysinger y Butle)*, quienes encontraron que las empresas tienen un mejor desempeño si las Juntas incluyen más directores externos.

Sin embargo, existe mucha literatura basada en la premisa de que el seguimiento de la Junta puede mejorar la calidad de las decisiones de la gerencia.

Por otro lado se demuestra que hay una correlación negativa entre la proporción de directores independientes y la variable Tobin's Q, pero no es una relación significativa con respecto a otras variables de rendimiento como ventas/activos o ganancias operativas/activos (*Yermack).* Pero también se afirma que las empresas que aumentan sustancialmente el número de directores independientes, estuvieron por encima del promedio en el precio de las acciones durante los años previos *(Denis y Sarin).*

Investigadores *(Bahgat y Black),* estudiaron la relación entre la independencia y autonomía de la Junta Directiva y el desempeño de largo plazo para empresas Americanas. Encontraron evidencia acerca de la tendencia de las empresas a incrementar la

independencia de la Junta Directiva como respuesta a un período de bajo rendimiento financiero, sin embargo, no lograron demostrar si esta estrategia basada en una alta independencia de la Junta Directiva, es favorable para obtener un elevado desempeño financiero. Entre los resultados más importantes, cabe destacar que la mayoría de las empresas analizadas tienen una alta proporción de directores externos (entre 60% y 64%), la independencia de la Junta Directiva está correlacionada negativamente con todas las variables de desempeño financiero (lo cual es consistente con el hecho de que las empresas con pobre desempeño tienden a adoptar Juntas más independientes), pero parece tener un efecto positivo la presencia de directores externos dentro de la Junta Directiva.

Por otro lado, las investigaciones demuestran que las empresas sanas tienen una mayor proporción de directores externos en sus Juntas así como más comisiones de auditoria compuestas totalmente por agentes externos, mientras que las empresas con tensión financiera tienen pocos miembros externos, tienen mayores niveles de deuda y son menos propensas a tener directores independientes en sus Juntas *(Elloumi y Gueyie.)*

Otros estudios han encontrado que hay una disminución en el número de directores externos en los años previos a la bancarrota. Por otro lado, las empresas con una menor proporción de directores independientes y con el CEO actuando como parte de la Junta Directiva son más propensas a ir a la bancarrota.

Según Jensen, la posibilidad de retribución por parte del presidente es muy grande, por lo que es casi imposible para aquellos que le reportan directamente, participar abierta y críticamente en su evaluación y monitoreo. Y que por lo tanto el único miembro de la gerencia en ser miembro de la junta directiva debería ser el presidente.

Una de las maneras de medir la efectividad de la junta directiva es por su disposición a reemplazar a los gerentes cuando la empresa presenta un pobre desempeño financiero; por lo que la rotación de los presidentes ejecutivos aumenta en las empresas en las cuales participan mayor número de directores externos, lo que se presume es consecuencia de que las juntas directivas son más independientes.

Cuando existe tensión financiera aumenta el número de directores externos. Esto se debe a que un pobre desempeño financiero disminuye la valoración del presidente ejecutivo por parte de la junta directiva, reduciendo su poder de negociación, y de esta manera incrementando la probabilidad de que el presidente se vea forzado a aceptar mayor número de directores independientes. Por otro lado la designación de directores internos

ocurre con mayor frecuencia cuando las expectativas de retiro del presidente de la empresa están cercanas y que la designación de directores externos se hace con mayor probabilidad cuando la empresa experimenta tensión financiera.

Sin embargo, la designación de directores externos como posible estrategia para revertir el mal desempeño de la empresa, no parece producir los resultados esperados (*Hermalin y Weisbach).*

Tamaño de la Junta Directiva:

El impacto que tiene el tamaño de la junta directiva sobre el desempeño financiero de la empresa es un aspecto comúnmente estudiado y analizado.

La literatura debate sobre dos fuentes principales del efecto que tiene tamaño de la junta directiva: el incremento de los problemas de comunicación a medida que el tamaño del grupo aumenta y la disminución de la habilidad de la junta para controlar a la gerencia, incentivando los problemas de agencia a partir del distanciamiento entre la gerencia y el control.

Una posible tercera explicación al efecto que tiene el tamaño de la junta directiva se relaciona con la composición de la junta. La proporción de directores externos parece estar positivamente relacionada con el tamaño de la junta directiva.

Investigadores como *Lipton y Lorsch y Jensen;* han establecido que el tamaño de la Junta Directiva afecta al gobierno corporativo independientemente de otros atributos de la junta. "A medida que los grupos incrementan su tamaño serán menos efectivos porque la coordinación y los procesos para solucionar problemas serán menos ventajosos mientras se tengan más personas" *(Jensen).*

Por otro lado existen teorías que afirman que las empresas con juntas directivas más pequeñas presentan relaciones financieras más favorables y proveen mejores incentivos al comportamiento del CEO *(Yermack).*

Sin embargo, existen investigaciones que demuestran que hay una relación negativa entre el tamaño de la junta directiva y el desempeño. El estudio del efecto que tiene el tamaño de la junta directiva en empresas pequeñas resulta interesante porque los factores que afectan la selección del tamaño de la junta, en este tipo de empresas, son diferentes a los que influyen en empresas de mayor tamaño. Por ejemplo, en empresas pequeñas los problemas de agencia entre los gerentes y los propietarios sobre decisiones que afectan el tamaño de la junta directiva no prevalecen en este tipo de empresas. La relación negativa

entre el tamaño de la junta y el rendimiento de los activos representa un control robusto para el tamaño de la empresa, industria, edad de la firma y el cambio de los activos como indicador de oportunidades de crecimiento.

Analizando las juntas directivas en el contexto de la toma de decisiones en grupos, aun cuando las juntas directivas más grandes, pueden facilitar la labor de recolección de información, proveer una más amplia red de relaciones con otras organizaciones y contener mayor número de especialistas, tales como abogados y banqueros de inversión, éstas tienden a ser más fragmentadas, lo que disminuye su habilidad para monitorear y disciplinar a la gerencia colectivamente. Adicionalmente, un mayor número de integrantes incrementaría, probablemente, los incentivos para que los directores no participen, debido a que el monitoreo de cada individuo se hace más difícil.

Rotación de los Miembros de la Junta Directiva:

Investigaciones indican que la rotación de directores está positivamente relacionada con la rotación de CEOs, cuando es por procedimientos de bancarrota, reorganizaciones privadas y takeovers. Esta rotación también es consecuencia del bajo nivel de desempeño de los directores. *(Gilson).*

Por otro lado investigaciones Indican que la composición de la Junta está afectada tanto por la regulación como por la permanencia del CEO.

Es importante destacar que los Directores que permanecen en las Juntas luego de la rotación del CEO, son beneficiados por el mercado. Por lo general, estos Directores no están alineados con el CEO anterior, tienen alto nivel de participación en la empresa y el desempeño de la Compañía luego de la destitución del CEO, es bueno. Esto determina que hay un incremento en la rotación de directores externos luego de la rotación del CEO de la compañía; especialmente aquellos, que están alineados con el CEO anterior, aquellos que poseen pocas acciones comunes y aquellos que toman decisiones erradas de reemplazo del CEO. Los directores de empresas con bajo nivel de desempeño, luego de la destitución del CEO, tienen mayor probabilidad de salir de la empresa *(Farrell y Whidbee).*

Investigadores analizaron la rotación del CEO en un grupo de empresas durante el período 1971-1994, encontrando que la actividad y los mecanismos de reemplazo del CEO han cambiado con el tiempo. La frecuencia de reemplazo forzado del CEO y la posterior designación de un CEO externo se han incrementado. Por otro lado, hallaron que los cambios en los mecanismos internos y externos de gobierno corporativo no han modificado

significativamente la probabilidad de que un CEO con un pobre desempeño sea reemplazado. Además, una mayor composición de directores externos en la junta directiva y una mayor propiedad accionaria de estos incrementa la probabilidad de que el CEO de la empresa sea removido *(Huson).*

Frecuencia de la Junta Directiva:

Algunas investigaciones se han enfocado no sólo en analizar la composición de la junta directiva, sino también las actividades de la junta.

Las investigaciones afirman que la actividad de la junta directiva se incrementa a medida que aumenta el tamaño y que la actividad de la junta tiende a disminuir con la presencia de propietarios internos y con la existencia de periodos previos con buen desempeño financiero. La explicación intuitiva que proporciona es que cuando las empresas sufren de un bajo rendimiento financiero, la junta se hace más activa. Así mismo se encontró una relación negativa entre la actividad de la junta y el valor de la empresa.

TEMA 4: GOBIERNO CORPORATIVO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS:

Entre 1980 y 1997, alrededor de las tres cuartas partes de los países (130) miembros del FMI experimentaron episodios de sistemáticas crisis asociadas con quiebras bancarias. Sin embargo, no se consideró el gobierno corporativo de los bancos afectados y el rol que este pudo haber jugado en provocar la crisis financiera.

Mientras se han realizado muchos estudios empíricos en gobiernos corporativos, muy poco de estos están relacionados con el comportamiento de los dueños y gerentes de los bancos.

Penny Ciancanelli y José Antonio Reyes González en su investigación resaltan tres puntos importantes:

1) BANCOS Y EL CONCEPTO DE EMPRESA:

Algunas investigaciones asumen que los bancos conforman el concepto de empresa usado en la *Teoría de la Agencia*. Esto implica, que el *"moral hazard"*[7] en los bancos es el mismo que el identificado para cualquier compañía en el cual el control y la propiedad están separados. En consecuencia, los bancos son tratados como si fueran iguales a cualquier otra empresa.

Sin embargo, el regulador y la regulación son rasgos distintivos de la gerencia un banco hoy día.

Por otro lado, la aplicación de la *Teoría de la Agencia* para los bancos, asume que estos operan en el mismo tipo de mercado competitivo y están controlados por las mismas fuerzas que las otras empresas. Los especialistas en estudios de bancos, señalan que los bancos son diferentes y se distinguen de las "empresas ordinarias" porque están regulados o porque sus características específicas requieren regulación.

La *Teoría de la Agencia* hace tres presunciones:

a) Mercados normales o competitivos.
b) El nexo de asimetría de información es la principal relación principal-agente entre dueños y gerentes.
c) Estructuras de capital óptimas requieren un engranaje limitado (limited gearing) – Teorema de Miller y Modigliani.

En contraste, uno encuentra que los Bancos Comerciales:

[7] Moral-hazard: peligro moral, fundamental en una institución bancaria.

a) Funcionan en mercados regulados o administrados.
b) El problema de agencia es más complejo
c) La estructura de capital está altamente engranada reflejando la función de los bancos como intermediarios. Los propietarios raramente proveen más del 10% de los fondos prestados; los tenedores de bonos y los depositantes proveen el resto.

Además de la asimetría de información entre dueños y gerentes, hay al menos tres fuentes adicionales de información asimétrica en los bancos:

- Entre depositantes, el banco y el regulador
- Entre el dueño, los gerentes y el regulador
- Entre los prestatarios, los gerentes y el regulador

La naturaleza del mercado en el cual el banco opera:

Los primeros trabajos sobre mercados y empresas son aquellos de Coase. El concepto de mercado en la *empresa Coasiana* asume una competencia perfecta la cual no es un concepto apropiado para explicar los rasgos específicos de los mercados de los bancos.

La existencia de la regulación bancaria afecta la naturaleza de los mercados en los cuales la empresa llamada banco, opera.

La relación dinámica entre el mercado y la empresa llamada banco:

En la teoría de la empresa derivada de Coase, la dinámica de la relación entre el mercado y la empresa no es considerada. La empresa es tratada como si fuese independiente del mercado y el mercado es tratado como si fuese independiente de la empresa.

El mercado y la empresa no son independientes uno del otro. La empresa para poder operar, debe contratar otras empresas para sus insumos, por lo que se puede decir que el mercado es el resultado de toda clase de contrataciones entre empresas. Además se requiere establecer contratos con autoridades reguladoras.

Si la empresa es un nexo de contratos entre factores, el mercado es un nexo de contratos entre empresas y entre empresas y reguladores.

Existe otro tipo de empresa: la empresa regulada que opera en un mercado regulado.

La regulación y el problema de agencia:

Los gobiernos y otros cuerpos reguladores frecuentemente tratan las mismas transacciones indiferentemente de si estas ocurren en los mercados o en las empresas. Las regulaciones bancarias tienen efectos específicos tanto en el mercado como en la empresa. El poder del mercado para disciplinar al banco está limitado por regulaciones. Estas regulaciones del mercado además afectan la toma de decisiones por parte de la gerencia del banco. El mercado laboral para los niveles altos y medios de la gerencia, está restringido.

El objetivo de la regulación: el mercado o la empresa?

En general, la literatura sobre la regulación bancaria, hace énfasis en que el propósito de la regulación es mantener la integridad del sistema del mercado.

Las crisis pueden derivarse de un gobierno corporativo pobre dentro del sector, es decir, el gobierno del banco es una fuente endógena importante de la debilidad del sistema.

La toma de riesgos excesivos por parte de los bancos tiene implicaciones importantes para el sistema del mercado debido a la membresía común de los agentes económicos a una red de flujos de fondos interdependientes y al sistema de pagos monopólico de los bancos. Esto crea el potencial para una rápida transmisión de las fallas de gobierno en un banco hacia el sector bancario y en consecuencia, al resto del sistema económico.

2) REGULACIÓN Y EL GOBIERNO CORPORATIVO:

La regulación tiene al menos cuatro efectos:

1) La existencia de regulación implica la existencia de una fuerza externa, independiente del mercado, la cual afecta tanto al dueño como al gerente.
2) Las regulaciones dirigidas al mercado, implícitamente crean una fuerza externa de gobierno sobre la empresa.
3) La existencia del regulador como regulaciones, implica que las fuerzas del mercado disciplinarán tanto a los gerentes como a los dueños en una forma diferente a la de las empresas no reguladas.
4) Para prevenir el riesgo sistemático, la regulación bancaria actual significa que una segunda parte (y externa) está compartiendo el riesgo del banco.

La regulación como una fuerza adicional externa de gobierno:

La existencia de regulación significa que hay una fuerza adicional externa con el poder de disciplinar al agente. Esta fuerza actúa tanto en la esfera macroeconómica (al nivel del sector bancario) como en la esfera microeconómica (al nivel de los bancos individuales). Ello implica, que el poder de la regulación tiene diferentes orígenes y diferentes parámetros, y en consecuencia, diferentes efectos sobre aquellos producidos por los mercados.

Los efectos de la regulación están abiertos a verificaciones empíricas.

La regulación bancaria revela la existencia de intereses separados y diferentes de los intereses privados de la empresa. Como una fuerza de gobierno, la regulación intenta servir al interés del público, particularmente al interés de los consumidores de los servicios bancarios. Adicionalmente, la regulación en sí está ejecutada por un agente del interés público: el regulador. Este agente no tiene una relación contractual ni con el principal de la empresa ni con las organizaciones bancarias, es decir, no está subordinado. Debido a ello, la relación entre el regulador, la empresa y sus dueños usualmente es modelada como una *"relación política"*.

Mercados regulados:

La regulación crea obstáculos sobre los procesos del mercado. La existencia de controles específicos sobre fusiones, toma de riesgos o de empleados como fiduciarios, limitan la labor disciplinaria de los mercados.

Al nivel más general, la regulación está asociada con la falla del mercado en proveer al público de una buena estabilidad financiera.

Los reguladores buscan restringir el precio y otras formas de competencia. Ellos buscan restringir nuevas entradas, prevenir fusiones, adquisiciones, takeovers, y, en general, promover solo aquellas fusiones y adquisiciones que ayuden a reducir el riesgo sistémico.

La regulación como representante de los intereses del público:

Desde el punto de vista convencional de una empresa, la función del agente es la maximización de la riqueza de los accionistas. Se espera que el gerente actúe y tome decisiones a favor de los intereses del dueño.

En los bancos, existe otro interés: que el regulador actúe como un agente para los intereses del público. Este interés no necesariamente está asociado con la

maximización de las ganancias del banco. Debido a que el interés público juega un rol crucial en la banca, la búsqueda de intereses internos para la empresa, requiere que los bancos individuales atiendan los intereses externos de esta. Esto implica un rango más amplio de potencial conflicto de interés que el encontrado en las corporaciones no bancarias.

En las corporaciones bancarias, el agente debería responder no solo por los intereses del dueño, sino también por los intereses del público a través de la regulación: reglas administrativas, códigos, ordenanzas, prescripciones financieras. La regulación impone una forma de gobierno externo sobre el agente el cual es monitoreado por el regulador.

Compartir el riesgo del banco:

En promedio los dueños sobre los inversionistas, son adversos al riesgo. En consecuencia, uno de los principales objetivos del gobierno corporativo es crear estructuras de decisiones para prevenir que el agente se comprometa en actividades que expongan al inversionista a un nivel de riesgo más alto al deseado por los accionistas. El agente encuentra difícil tomar riesgos más altos que los deseados por los dueños.

En los bancos, el marco de acción, motivación y comportamiento es diferente. La regulación aplica aquellos instrumentos de políticas que parecieran ser efectivos en limitar el riesgo sistémico. Estas políticas estándar de limitaciones de riesgo sistémico, implican que los dueños de los bancos están en una relación de compartir riesgos con las autoridades externas (el riesgo es parcialmente asumido por los accionistas). Debido a que el banco está en una relación de riesgo compartido, es posible que su deseo sea asumir niveles de riesgos mucho más altos que en las firmas no reguladas.

La regulación limita la competencia y en consecuencia, los dueños son protegidos contra la disciplina del mercado. El agente tiene menos libertad que los gerentes de otros tipos de empresas debido a que son directamente supervisados por el regulador.

3) EL GAP DEL GOBIERNO EN LA REGULACIÓN BANCARIA:

Se ha creado un *"governance gap"* por la desregulación del sistema financiero sin considerar sus implicaciones para la gerencia de los bancos, lo que ha evidenciado un incremento en el riesgo sistémico. La razón de este incremento es que la liberalización origina restricciones importantes en las decisiones de los gerentes de los bancos y deja

a la decisión colectiva del mercado el "precio" o el nivel de la tasa de interés que será cargada. Ante la ausencia de estructuras robustas de gobierno corporativo en los bancos, las regulaciones existentes hacen difícil prevenir a los dueños de tomar riesgos excesivos con el dinero de los depositantes.

Desde la perspectiva del gobierno, la administración del riesgo sistémico incluye tres tipos principales de instrumentos de políticas:

1) Supervisión prudencial tales como estándares mínimos de capital. Pérdidas por prácticas riesgosas en el otorgamiento de préstamos, han sido absorbidas por capital adicional de los dueños.
2) *"Lender of last resort"* y seguro de depósito. El *"lender of last resort"* es un poder regulador importante normalmente asignado por el Banco Central. El seguro de depósito es frecuentemente obligatorio y está bajo el control o del Banco Central o de una institución reguladora no gubernamental. Ambos son parte de las medidas disponibles del regulador para prevenir corridas y manejar problemas severos de liquidez.
3) Políticas que limitan la competencia. Las restricciones a la competencia son logradas a través de regulaciones dirigidas a nuevas entradas al sector y regulaciones que limitan el comportamiento de los miembros existentes en el sector.

La desregulación financiera se ha concentrado más en la habilidad de los bancos para conducir negocios a los mejores precios del mercado, que en la naturaleza del mercado en sí. Esto constituye un fuerte gap en control. Por un lado, los bancos pueden conducir negocios a precios más claros del mercado, y por el otro, ellos no enfrentan la disciplina de un mercado competitivo. Adicionalmente, los reguladores no parecen darse cuenta de que el gobierno corporativo en los bancos es una fuente endógena de riesgo sistémico.

Las regulaciones financieras tienen consecuencias estructurales en dos niveles: sobre el sector como un todo y sobre las empresas (bancos) individuales que componen el sector.

Los bancos comerciales se distinguen por una estructura de asimetría de información más compleja producto de la presencia de la regulación. El problema de agencia en

los bancos comerciales es estructuralmente diferente al encontrado en otras empresas listadas públicamente. La regulación alterna los parámetros de la relación de la agencia a través de la introducción de una tercera parte: *el regulador*. Esto crea problemas adicionales de asimetría de la información y problemas de agencia asociados.

Por otro lado a regulación limita el poder de los mercados en disciplinar al banco, sus propietarios y sus gerentes, por lo que debe ser vista como una fuerza externa, la cual altera los parámetros de gobierno en los bancos.

En los bancos es esperado que el problema de gobierno sea más complejo y la relación entre el agente y el principal sea única al ser mediada por una fuerza externa. Así, los dueños puedan ser considerados como la fuente más importante de *"moral hazard"*.

El marco conceptual de gobierno corporativo necesita incluir la extensión hasta la cual las prácticas operativas en los bancos amplían el riesgo sistémico y generan crisis, y analizar la habilidad de las nuevas reglas de regulación para contenerlas.

El compromiso de los inversionistas en los bancos puede ser más débil que el encontrado en otras empresas, debido a que los dueños de los bancos comparten el riesgo con el regulador. En consecuencia, los dueños de los bancos tienen menos incentivos para monitorear riesgos excesivos; de hecho, ellos tienen un incentivo para tomar riesgos más grandes que aquellos considerados prudentes por el regulador. El gap de gobierno creado por la desregulación los coloca en una posición única de compartir los costos de los riesgos pero no los beneficios ganados en tomarlos (fuente endógena de riesgo sistémico).

TEMA 5: EXPERIENCIA EN ALGUNOS PAÍSES:

Un elemento común para tratar de explicar las diferencias que existen entre diferentes países, en cuanto a la concentración de la propiedad en empresas públicas, es cómo los inversionistas, accionistas y acreedores, están protegidos por la ley de la expropiación por parte de gerentes y accionistas que controlan la empresa.

La protección de los accionistas y acreedores por el sistema legal es clave para entender los patrones de las finanzas corporativas en diferentes países.

La expropiación puede tomar varias formas. Los "insiders" pueden retener las ganancias, vender los activos o realizar transacciones con otras empresas que ellos poseen.

Dentro de las oportunidades corporativas, la expropiación puede tomar otras formas; instalando a miembros de la familia poco calificados en posiciones gerenciales o sobrepagando a los ejecutivos. La expropiación está relacionada con el problema de agencia. Esto quiere decir, que los "insiders" utilizan las ganancias de la empresa para beneficiarse ellos mismos, en lugar de pagar los rendimientos a los "outsiders".

En general, los accionistas potenciales y acreedores financian a la empresa porque sus derechos están protegidos por la ley. Estos inversionistas externos son más vulnerables a la expropiación y más dependientes de la ley, que los empleados y suplidores.

Los países que cuentan con un sistema judicial que funciona bien, en cuanto a leyes y regulaciones más protectoras de los inversionistas, tienen mercados de capital más desarrollados.

A través de diferentes estudios se han identificado "familias legales", siendo las principales, la Inglesa (ley común), la Francesa y la Alemana. Por otro lado, los países escandinavos tienen su propia tradición, la Escandinava.

La forma en que las leyes protegen a los inversionistas externos varía sistemáticamente de acuerdo al origen legal. Los países que adoptan la ley común (Inglesa) tienen la protección más fuerte para los inversionistas externos, tanto accionistas como acreedores. Mientras que los países que adoptan el sistema Francés, tienen la protección más débil. Los sistemas legales alemán y Escandinavo son

intermedios, aunque, comparativamente hablando, ellos tienen la mejor protección para los acreedores.

La capacidad legal es medida por la eficiencia del sistema judicial, la corrupción y por la calidad de los estándares, que es mayor en países ricos.

Como regla general, los países con sistema legal civil, particularmente países con el sistema civil Francés son más intervencionistas que países con el sistema legal común.

Paul Davis realizó un estudio comparativo entre las estructuras de las juntas directivas del Reino Unido y Alemania. En el análisis tomó en cuenta el marco legal de Alemania que hace necesaria la existencia de las funciones de gobierno corporativo divididas entre una Junta Directiva Supervisora y una Junta Directiva Gerencial, así como también la representación de los trabajadores en la Junta Directiva de manera obligatoria. De manera contraria, el marco legal británico no establece ninguna regla obligatoria al respecto, pero es lo suficientemente flexible como para permitir una aproximación al modelo alemán.

Como resultado de este estudio podemos decir que:

1) La junta directiva supervisora del caso alemán continua siendo poco efectiva, mientras que en el RU la junta directiva no solo ha tomado la función de manera formal, sino que este rol esta ubicado de manera que pueda ejercerse más eficientemente.

2) Las diferencias existen solo si se presta atención a la función de monitoreo y el rol que la junta directiva tiene sobre este. Si se tiene una visión más amplia, pudiera sugerirse que los accionistas que controlan gran proporción de acciones, presentes en muchas de las empresas alemanas, están en capacidad de ejercer la función de monitoreo de manera efectiva y los accionistas minoritarios se benefician de esta característica.

3) Si en Alemania la estructura de propiedad cambia, abandonando la concentración accionaria en grandes bloques que facilita la función de monitoreo, entonces se deberá escoger entre las ventajas del Networking y el monitoreo. En el Reino Unido, el Código Combinado ha efectuado esa escogencia a favor del monitoreo.

Por otro lado Julian Franks, en un estudio de la propiedad de corporaciones alemanas se encontró una fuerte relación entre la reorganización de la Junta y el desempeño corporativo, donde, la relación de propiedad para controlar en Alemania es similar a la

del Reino Unido y los Estados Unidos, sin embargo hay marcadas diferencias en las relaciones dinámicas que envuelven transferencias de propiedad. Es importante mencionar que El Reino Unido (UK) y los Estados Unidos (US) tienen lo que llaman "outsider systems" de control corporativo con grandes mercados de capitales, propiedad dispersa y mercados activos en control corporativo. En estos casos, la influencia y control bancario son mayores. En contraste, la mayoría de los mercados de capitales del Continente Europeo tienen "insider systems" con un número pequeño compañías, propiedad accionaria concentrada (principalmente en manos de familias y otras compañías) y comparativamente, bajos niveles de actividades de takeovers (caso de Alemania).

Este estudio nos dice:

1) La reorganización de la Junta en las firmas alemanas, es similar a la de las firmas de UK y US.

2) Hay una relación estrecha entre la reorganización de la Junta y el mal desempeño en Alemania, como en UK y US.

3) Mientras los grandes bloques de acciones mantenidas por familias son frecuentemente obtenidos a través de otras compañías (pirámides), estos solamente son usados para propósitos de control en aproximadamente 1/3 de los casos.

4) La relación entre la disciplina gerencial y el desempeño no es peor en firmas cuya propiedad está ampliamente distribuida, donde los bancos ejercen un control significativo, que en compañías con una propiedad altamente concentrada.

5) Los mercados financieros no se preocupan por la relación estática de concentración de propiedad para el control corporativo, sino por los aspectos dinámicos relacionados con la evolución de la propiedad y el control. La flexibilidad en la reestructuración corporativa es menor en Alemania y está asociada con la existencia de beneficios privados de control.

Otros estudios en Italia muestran que la mayoría de las empresas italianas poseen una estructura piramidal, por ello evalúan el impacto de la estructura de propiedad en la rotación de altos ejecutivos, en este tipo de compañías. La rotación es significativamente baja en la parte superior de la pirámide, la probabilidad de que por lo menos la mitad de los directivos sean removidos en un año, es menos del 6%, esto sugiere la posibilidad de

"entrenchment". También indica que los familiares de accionistas mayoritarios son más propensos a ser altos directivos en la compañía. La rotación en la parte inferior de la pirámide es más alta (16%) porque la gerencia de las subsidiarias es reemplazada luego de un buen desempeño y promovida a altos niveles en el grupo piramidal. Estos resultados sugieren que la estructura organizacional de la firma no afecta la sensibilidad de la rotación con respecto al desempeño directamente.

Como resultado de esta investigación podemos resaltar que:

La evidencia sobre grupos piramidales indica que la rotación no se ve significativamente afectada por la estructura organizacional de la compañía. En los grupos piramidales la rotación es baja en la "holding company", mientras que es relativamente alta en las subsidiarias. Este resultado indica que los grupos piramidales ayudan a los accionistas mayoritarios a seleccionar los mejores gerentes, a fin de que los gerentes con mejor desempeño sean promovidos a altos niveles de la pirámide. Esto es consistente con la literatura reciente sobre grupos piramidales, la cual sugiere que la separación de propiedad y control genera grandes problemas de agencia por el conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios.

Por otro lado, Al comparar la rotación ejecutiva en Italia con respecto a la evidencia en otros países (Estados Unidos, Japón y Alemania), se observa que en Italia la rotación está dada por otros factores además del desempeño, como la propiedad, la estructura de control, relaciones personales, lazos familiares y otras medidas.

Por lo que, el control es importante porque el bajo nivel de protección legal para los inversionistas, permite a los accionistas mayoritarios disfrutar de grandes beneficios.

Estos resultados sugieren que el mercado para el control corporativo aún tiene un rol muy limitado en el Gobierno Corporativo.

Michael S. Gibson, realizó un estudio sobre si el Gobierno Corporativo es ineficiente en los mercados emergentes (Firmas no financieras de Brasil, Chile, India, Corea, Malasia, México, Taiwán y Tailandia), basándose en el reemplazo de los gerentes que tengan actuaciones pobres.

Los mercados de capitales de países emergentes ofrecen altos retornos esperados y baja correlación entre ellos, haciéndolos atractivos a los inversionistas globales. Sin embargo, los mercados emergentes no son tan ampliamente estudiados como lo han

sido los mercados desarrollados. Las investigaciones conducidas en mercados emergentes se han centrado en los mecanismos de gobierno corporativo más no en sus efectos. Por lo que es más probable que los CEO de empresas con rendimientos pobres sean despedidos que los CEOs de empresas con buen desempeño, con lo cual se concluye que el Gobierno Corporativo en esos mercados emergentes es efectivo.

Por otro lado, la presencia de una firma doméstica controlando una gran porción de la propiedad de la firma evaluada, parece negar este vínculo entre rotación de CEO y desempeño pobre.

En otro estudio, Steven N. Kaplan, se dedicó a investigar la designación de directores externos- directores empleados previamente por bancos (directores bancarios) o por otras empresas no financieras (directores corporativos)- en las juntas directivas de grandes corporaciones no financieras japonesas. El gobierno corporativo en Japón, generalmente se considera como un sistema estable basado en las relaciones, en contraste con la orientación de mercado del gobierno corporativo en U.S.. En Japón, las relaciones de una empresa con su banco principal, accionistas corporativos y grupo corporativo, se supone tienen un rol importante en el gobierno de la empresa. Algunos argumentan que las relaciones, en el sistema japonés, reducen los costos de agencia, disciplinan a la gerencia, y son un substituto del mercado externo por el control corporativo.

Esta investigación concluye que:

1) La designación de directores externos, en Japón, tanto bancarios como corporativos, se incrementa significativamente con el mal desempeño de las acciones. La incorporación de directores bancarios se incrementa también cuando hay resultados financieros negativos. En Estados Unidos, la designación de directores externos es, generalmente, menos sensible al desempeño de las acciones y los resultados.

2) En Japón, la rotación de la gerencia se incrementa substancialmente con la incorporación de directores externos. En Estados Unidos, la rotación de la gerencia no está tan asociada a la designación de directores externos.

3) Los resultados sugieren que las relaciones en Japón tienen un papel importante en el monitoreo de la empresa, y que la designación de directores externos, en especial

bancarios, representa una forma de seguro para los terceros, al demostrar el apoyo financiero del banco a la empresa.

4) Al incorporar directores externos a la junta directiva, el desempeño de la empresa no se deteriora, mejora ligeramente (Japón).

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1) Según algunas características de las Juntas Directivas podemos concluir que:

Las Juntas Directivas con un grado más alto de independencia efectiva (porcentajes más altos de directores independientes) están asociadas con razones de gastos más bajas y Juntas con menos miembros, tienen razones de gastos anormales más bajas. Esto indica que una independencia mayor de la Junta está asociada con un monitoreo más efectivo.

Sin embargo, el cambio en la estructura de la junta directiva parece ser conducido por el pobre desempeño financiero y no por alguna oportunidad de crecimiento de la industria.

No hay evidencia de que los cambios en la independencia de la junta directiva, favorezcan el desempeño financiero de la empresa.

Los directores múltiples (más de tres juntas directivas) son generalmente de mayor edad y externos a la empresa. También se encontró que el desempeño de la empresa tiene un efecto positivo en el número de direcciones que subsecuentemente ocupe el individuo. Lo que sugiere que la reputación tiene importancia en el mercado de directores. Sin embargo, el incremento en la participación de las mujeres en las juntas directivas pareciera ser, al menos parcialmente, a expensas de la participación de los hombres. Por lo que la partida de una mujer de la junta directiva aumenta la probabilidad de que sea reemplazada por otra mujer. Esto indica que el sexo es un factor que impacta la elección de directores

Por otro lado, La composición de la Junta está afectada tanto por la regulación como por la permanencia del CEO. La retención de un CEO con mal desempeño no representa una falla de la Junta, sino que los *costos* de reemplazarlo son mayores que los *beneficios*. También es costoso reemplazar gerentes quienes estén cerca de la edad de retiro. Por lo que el retener a la gerencia cuando los *costos* exceden los *beneficios*, representa un comportamiento de maximización del valor; los accionistas pierden menos reteniendo la gerencia existente que reemplazándola. Los resultados del estudio sustentan uniformemente que las Juntas, en promedio, son conformadas racionalmente.

Sin embargo, el desempeño de la Empresa no se mejora añadiendo o quitando ciertos tipos de Directores de las Juntas.
Es importante destacar que la composición de la Junta Directiva contribuye en la explicación de la tensión financiera. Sin embargo, la distinción entre firmas con tensión financiera en base a la rotación de los CEO, provee aspectos útiles como característica del gobierno corporativo en un contexto de crisis financiera.

2) En cuanto al gobierno Corporativo podemos decir que:

La supervivencia corporativa depende de la disciplina de los gerentes. Esta disciplina puede venir del mercado o internamente de la empresa a través de la estructura del gobierno corporativo.

En relación con empresas con tensión financiera, los atributos del gobierno corporativo influyen la tendencia a sobrevivir la tensión: el cambio del CEO aumenta la tendencia a la bancarrota. Mayores niveles de "blockholder" tienden a mejorar la posibilidad de superar la tensión financiera.

Por otro lado, los resultados sugieren la importancia del gobierno corporativo en los niveles de efectivo que mantiene una empresa. Por lo que las empresas de países con bajos niveles de protección a los accionistas mantienen el doble de efectivo que las que se encuentran en países con altos niveles de protección a los accionistas.

3) En cuanto a las Instituciones Financieras podemos concluir que:

Para las empresas de servicios públicos y banca, es menor el nivel de sustitución entre propiedad por funcionarios y acciones y directores externos. En estos casos, el monitoreo es realizado por los reguladores.
Así, en la medida en que las regulaciones reducen el impacto de las decisiones gerenciales en el patrimonio de los accionistas, tanto el monitoreo efectivo por los directores externos, como la propiedad por funcionarios y directores, y la separación

Presidente de Empresa/Junta, se hacen menos relevantes para controlar los conflictos de agencia.

Por ello, los directores en las empresas de servicios públicos pueden realizar otras funciones, tales como relaciones políticas. En el caso de la banca, se hace menos grave el desalineamiento entre accionistas y gerentes por apalancamiento excesivo, los seguros para depósitos poco exigentes y la inexistencia de un mercado activo de adquisiciones hostiles.

4) La recomendación que podría hacerse es que las organizaciones deberían moverse desde un comportamiento reactivo hacia un comportamiento más reflexivo. Sólo a través de este comportamiento pueden esperar responder genuinamente a sus accionistas.

Explotando la habilidad de los NED,(Directores no Ejecutivos) como límite para intercambiar información acerca de las necesidades, requerimientos, filosofías y culturas de los diferentes accionistas, ellos podrían, tal vez, educar a los líderes y facilitar a la organización la toma de mejores decisiones para el futuro.

BILBIOGRAFÍA

Agrawal, A. y C. Knoeber (1999). "Outside directors, politics and firm performance". Working paper available *in Social Science Research network Electronic Library*.

Almazan, A., y J. Suarez (2003). "Entrechment and Severance pay in optimal Governance structure". *Journal of Finance*.

Barrat, R. y N. Korac-Kakabadse (2002). "Developing reflexive corporate leadership: The role of the non executive director". *Corporate Governance*. Vol.2. N° 3.

Baysinger, R. y H. Butler (1985). "Corporate Governance and the board of Directors: performance effects of changes in board composition". *Journal of Law, Economics and Organization.* N°1.

Bhagat, S., y B. Black (2002). "Board Independence and Long Term Firm Performance". *Journal of Corporation Law*. Vol.27. N° 1.

Booth, J., M. Millon y H. Tehranian (2002). "Boards of Directors, Ownership, and Regulation". *Journal of Banking and Finance*. Vol. 26.

Carter, D., B. Simkins y G. Simpson. "Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value". *Social Science Research Network*.

Coles, J., C. Hoy (2003). "New Evidence on the market for Directors: Membership and Pennsylvania Senate bill 1310". *The Journal of Finance*. Vol. 58. N° 1.

Denis, D. y A. Sarin (1999). "Ownership and board structures in publicly traded corporations. *Journal of Financial Economics*. N°52.

Denis, D., y J. McConnel (2003). "International Corporate Governance". *Social Science Research Network (SSRN) – European Corporate Governance Institute (ECGI).*

Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, y H. Servaes. "International Corporate Governance and Corporate cash Holding". *Journal of Financial and Quantitative Analysis.*

Elloumi, F. y J. Gueyie (2001). "Financial distress and corporate governance: an empirical analysis". *Corporate Governance*. Vol. 1. N° 1.

Fama, E. F. y Jensen, M. C. "Separation of Ownership and control". *Journal of Law and Economics*. Vol.26.

Farrel, K. y D. Whidbee (2000). "The consequences of forced CEO succession for outside directors". *The Journal of Business*. N° 73.

Farrel, K. y P. Hersch. "Additions to corporate boards: Does gender matter?". *Social Science Research Network.*

Ferris, S., M. Jagannathan y A. Pritchard . "Too Busy to mind the Business? Monitoring by directors with multiple Board Appointments". *Social Science Research Network.*

Franks, J., y C. Mayer (2001). "Ownership and Control of German corporations". *The Review of Financial Studies*. Vol.14. N° 4.

Gilson, S.C. (1989). "Management turnover and financial distress". *Journal of Financial Economics*. December.

Gutierrez, M (2000). "A Contractual approach to the regulation of Corporate Director's Fiduciary Duties". *Papel de Trabajo* N° 0013.

Hambrick, D. C. (1987). " The top management team; Key to strategic success". *California Management Review*. Vol.30.Nº1.

Hermalin, B. y M. (1991). "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management*. Nº20

Holderness, C., R. Kroszner y D. Sheehan (1999). "Were the good old days that good?. Changes in managerial Stock Ownership since the great Depression". The *Journal of Finance.* Vol. 54. N°2.

Huson, M., R. Parrino y L. Starks (2001). "Internal monitoring and CEO turnover: A long-term perspectiva". *The Journal of Finance*. Vol. 56. N° 6.

Jensen, M. (1993). "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control Systems". *Journal of Finance*. Vol.48.

Jensen, M. y Meckling, W. (1976). "Theoryof the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure". *Journal of Financial Economics.* Nº3.

Klein (1998). "Firm Performance and board committee structure". Journal of Law and Economics. Nº41.

Korac-Kakabadse, N., A. Kakabadse y A. Kouzmin (2000). "Board Governance and Company performance: any correlations?". *Corporate Governance*. Vol.1. N° 1.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (2000). "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics*. Vol.58.

La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (2000). "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*. Vol.58.

Lipton, M. y J. W. Lorsch (1992). "A modest proporsal for improved corporate governance". *Bussiness Lawyer*. Vol.48. Nº1.

Maassen, G. F. (1999). "An International Comparison of Corporate Governance Models". Spencer Steart, Amsterdam.

Monks, R. y N. Minow (1995). "Corporate Governance" (Basil Blackwell, Cambridge).

Morck, R. A. Shleifer y R. Vishny (1998). "Management Ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*. Nº20.

Parker, S., G. Peters y H. Turetsky (2002). "Corporate Governance and corporate failure: A survival analysis". *Corporate Governance*. Vol. 2. N° 2.

Pettigrew, A. M. (1992). "On studying management alites". *Strategic Management Journal*. Vol.13. Nº2.

Rosentein, S. y J. Wyatt (1990). "Outside directors, board independence and share holder wealth" . *Journal of Financial Economics.* Nº26.

Shivdasani, A., y D. Yermack (1999). "CEO involvement in the Selection of New Borrad Members: An empirical Analysis". *The Journal of Finance*. Vol. 54. N° 5.

Vence, S. C. (1983). "Corporate leadership: Boards, directors and Strategy". *Mc. Graw Hill*, New York.

Volpin, P. (2002). "Governance with poor investor protection: evidence from Top Executive turnover in Italy". *Journal of Financial Economics*. Vol. 64.

Yermarck, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors". Journal of Financial Economics. Nº40

Zhara, S. A. Pearce, J. A. (1989). "Board of directors and corporate financial performance: a review and integrative model". *Journal of Management*. Vol.15. Nº2.